UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**INVESTIDOR ANJO – UMA ANÁLISE DOS CRITÉRIOS DE
DECISÃO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**

Fábio Gimenez Machado

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann

SÃO PAULO

2015

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Roberto Sbragia
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Júnior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

FÁBIO GIMENEZ MACHADO

**INVESTIDOR ANJO – UMA ANÁLISE DOS CRITÉRIOS DE
DECISÃO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann

Versão original

SÃO PAULO

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Machado, Fábio Gimenez

Investidor anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups / Fábio Gimenez Machado. – São Paulo, 2015.
172 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2015.
Orientador: Adalberto Américo Fischmann.

1. Investidor 2. Investidor anjo 3. Startups I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332.6

AGRADECIMENTOS

Durante a pesquisa e desenvolvimento desta dissertação, tive a sorte de contar com o apoio da minha família, de amigos, professores e profissionais que contribuíram na sua elaboração.

Agradeço especialmente à minha esposa, Adriana, pelo apoio, carinho, companheirismo e pela cumplicidade, entendendo minha dedicação a este projeto, sem a qual a elaboração deste trabalho não seria possível.

Agradeço aos meus pais, Aparecida e João Carlos, pelas oportunidades que me ofereceram, pela educação, pelo incentivo e pelo apoio de toda a vida, fonte de todo amor que me fez chegar até aqui.

Agradeço ao Professor e Orientador Adalberto Américo Fischmann, pelo apoio integral em todos os momentos desta dissertação, pela orientação, pelo carinho e pelo aprendizado oferecido, entendendo minhas necessidades e encorajando-me sempre, não me permitindo sair da realidade.

Aos professores Martinho Isnard Ribeiro de Almeida e João Maurício Gama Boaventura, que participaram e contribuíram com valiosos comentários ao longo do projeto.

Aos membros do programa de pós-graduação e aos amigos que conquistei durante esta jornada na USP, em especial ao amigo Júnior Moretti, e a todos que, de alguma forma, contribuíram ao desenvolvimento deste trabalho.

“É muito melhor lançar-se em busca de conquistas grandiosas, mesmo expondo-se ao fracasso, do que alinhar-se com os pobres de espírito, que nem gozam muito nem sofrem muito, porque vivem numa penumbra cinzenta, onde não conhecem nem vitória, nem derrota.”
(Theodore Roosevelt)

RESUMO

As startups, caracterizadas pela proposta de oferecer um produto ou serviço inovador, com alto grau de incerteza de sucesso, normalmente têm a necessidade de financiamento por capital externo para que consigam atingir seu crescimento. Em razão das incertezas que cercam uma empresa *startup*, normalmente, são raros os financiamentos disponíveis por bancos ou empresas financeiras. Como forma de suprir este buraco no financiamento de startups, encontram-se os investidores anjo, investidores individuais que caracterizam-se por investirem seu próprio capital em startups, em troca de percentuais na gestão da empresa. O perfil destes investidores anjo têm sido objeto de estudo em diversos países, principalmente no entendimento dos critérios que estes investidores utilizam para chegar à decisão de investimento. Entretanto, pouco se sabe sobre os critérios utilizados pelos investidores anjo brasileiros para decisão de investirem em startups. Desta forma, a presente pesquisa tem como objetivo analisar os critérios que determinam a decisão de Investidores Anjo brasileiros em investirem em startups. A fim de cumprir os objetivos desta pesquisa, a metodologia foi estruturada na natureza exploratório-descritiva com abordagem qualitativa. A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas junto a investidores anjo e especialistas, onde são analisadas a importância dada pelos entrevistados aos 17 critérios de decisão de investimento mais citados por investidores anjo na literatura internacional, bem como os critérios classificados como mais importantes. Observou-se que os investidores anjo brasileiros assemelham-se aos de outros países ao darem importância a grande maioria dos critérios levantados. Os critérios citados de maior importância foram de “rentabilidade real”, “interesse e benefícios do produto”, “inovação e qualidade do produto” e “ROI/valorização”. Foi possível identificar similaridade entre investidores anjo brasileiros e investidores anjo de outros países acerca da importância dos critérios de decisão identificados na literatura. A pesquisa identificou limitações acerca do acesso aos investidores anjo brasileiros, de informações na literatura nacional e de informações sobre o perfil dos investidores anjo no Brasil. Notou-se que o investidor anjo ainda é pouco estudado pelos pesquisadores brasileiros, não sendo possível identificar muitas pesquisas sobre este tema. Esta pesquisa contribui ao ser um passo para o entendimento de um contexto ainda pouco explorado, o processo de decisão de investimento de investidores anjo em startups, bem como ao identificar os critérios de decisão de investimento considerados importantes pelos investidores anjo brasileiros.

Palavras-chave: investidor, investidor anjo, startups.

ABSTRACT

Startups, characterized by the proposal to offer an innovative product or service with a high degree of uncertainty of success, usually have the need for foreign capital financing to help them reach their growth. Given the uncertainties surrounding a startup company, seldom are there funds available from banks or financial companies. In order to meet this gap in startups financing, one can find business angels, who are individual investors characterized by investing their own capital in startups. What they ask in return is a percentage in the company's management. The profile of these business angels has been studied in several countries, especially in the understanding of the criteria that these investors use to reach the investment decision. However, little is known about the criteria used by brazilian angel investors as far as this decision to invest in startups is concerned. Thus, the current study aims at analyzing the criteria that determine the brazilian business angels' decision to invest in startups. In order to meet the objectives of this research, the methodology was structured in exploratory and descriptive qualitative approach. Data collection was performed through interviews with business angels and experts, where there was an analysis of the importance given by these respondents to the seventeen investment decision criteria most frequently cited by business angels in the international literature, as well as the criteria rated as the most important ones. It was observed that brazilian business angels are similar to those from other countries as they acknowledge importance to the majority of surveyed criteria. The most important criteria cited were "realistic profitability", "interest and benefits of the product", "innovation and product quality" and "ROI/valuation". It was possible to identify similarities between brazilian business angels and angels from other countries concerning the importance of decision criteria identified in the literature. The research spotted limitations concerning the access to brazilian business angels, on the national literature and information on the profile of business angels in Brazil. It was observed that the business angel is still little studied by brazilian researchers, what makes it unable to identify a lot of research on this topic. This research contributes for being a step towards the understanding of a still little explored context, the process of investment decision by the angel investors in startups as well as to identify the investment decision criteria considered important by Brazilian angel investors.

Keywords: investor, business angels, startups.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	10
LISTA DE QUADROS	11
LISTA DE FIGURAS	13
LISTA DE GRÁFICOS	14
1 INTRODUÇÃO	15
1.1 Formulação da situação problema.....	18
1.2 Questão de pesquisa.....	20
2 OBJETIVOS, DEFINIÇÕES E JUSTIFICATIVA.....	20
2.1 Objetivo Geral.....	20
2.2 Definições operacionais.....	21
2.3 Justificativa e contribuições.....	22
2.4 Organização do estudo	23
3 REVISÃO TEÓRICA	24
3.1 Empreendedorismo.....	24
3.1.1 Empreendedorismo, inovação e crescimento econômico	27
3.2 Startups.....	31
3.2.1 Startups no Brasil e a necessidade de capital.....	32
3.3 Capital de Risco	37
3.3.1 Estágios de Investimento	40
3.4 Investidor Anjo	43
3.4.1 Investidores Anjo no Brasil.....	48
3.4.2 Processo de decisão de investimento de Investidores Anjo	50
3.4.3 Critérios de decisão de investimento de investidores anjo	53
4 METODOLOGIA	57
4.1 Método de Pesquisa.....	57
4.2 Definição do universo de pesquisa	60
4.3 Delineamento da pesquisa.....	61
4.4 Caracterização da amostra	62
4.4.1 Perfil dos investidores anjo.....	62
4.4.2 Perfil dos especialistas	64
4.5 Coleta de dados.....	65
4.6 Pré-teste	67
4.7 Análise dos resultados.....	67
5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS.....	69
5.1 Características de investimento	69
5.2 Dificuldades encontradas para investir em startups	75
5.2.1 Dificuldades encontradas para investir em startups – análise dos especialistas.....	78
5.3 Importância dos critérios de decisão de investimento	80
5.3.1 Importância dos critérios de decisão de investimento – análise dos especialistas.....	82
5.4 Análise dos critérios de decisão de investimento	84
5.4.1 Interesse e Benefícios do produto/serviço	84
5.4.2 Proteção e Patente do produto/serviço	87
5.4.3 Inovação e qualidade do produto/serviço.....	90
5.4.4 Inovação e qualidade do produto/serviço – especialistas.....	93
5.4.5 Tamanho do mercado.....	95

5.4.6	Potencial de crescimento do mercado	98
5.4.7	Dinâmica do mercado	102
5.4.8	Experiência do Empreendedor	105
5.4.9	Histórico do empreendedor	108
5.4.10	Paixão e Comprometimento do empreendedor	113
5.4.11	Integridade e confiabilidade do Empreendedor	116
5.4.12	Rentabilidade real	120
5.4.13	Plano de Negócios/Apresentação	124
5.4.14	ROI – Retorno sobre o Investimento/valorização	128
5.4.15	Liquidez	132
5.4.16	Abertura a ajustes pelo empreendedor	135
5.4.17	Abertura a ajustes do negócio	139
5.4.18	Papel do investidor no negócio	142
5.4.19	Novos critérios de decisão de investimento	145
5.5	Classificação dos critérios de decisão de investimento	147
5.5.1	Análise da classificação dos critérios de decisão de investimento	148
5.6	Síntese da análise de conteúdo	153
5.6.1	Importância dos critérios de decisão de investimento	153
5.6.2	Classificação dos critérios de decisão de investimento	155
5.6.3	Novos critérios de decisão de investimento	155
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	156
6.1	Contribuições do estudo	158
6.2	Limitações	159
6.3	Recomendações para estudos futuros	159
7	REFERÊNCIAS	161
	APÊNDICES	168

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANPROTEC: Associação nacional de entidades promotoras de empreendimentos inovadores

EUA: Estados Unidos da América

FEA: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

FDC: Fundação Dom Cabral

GEM: The Global Entrepreneurship Manager

IA: Investidor Anjo

IPO: Initial Public Offering

PIB: Produto Interno Bruto

SEBRAE: Serviço brasileiro de apoio a micro e pequenas empresas

USP: Universidade de São Paulo

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tipo de fundação das maiores empresas em vendas em 2014 nos EUA.....	24
Quadro 2 – Tipo de fundação das maiores empresas em vendas em 2014 no Brasil.....	24
Quadro 3 – Comparativo sobre a visão do empreendedor.....	26
Quadro 4 – Níveis de desenvolvimento econômico pela inovação.....	29
Quadro 5 – Relação entre PIB e classificação de inovação.....	30
Quadro 6 – Taxas de evolução de empreendedorismo no Brasil.....	33
Quadro 7 – Características de investimento de venture capitals e investidores anjo.....	40
Quadro 8 – Características dos principais estágios de investimento informal de venture capital.....	42
Quadro 9 – Definições sobre Investidores Anjo na literatura.....	45
Quadro 10 – Pesquisas sobre investidores anjo no Brasil.....	48
Quadro 11 – Estágios de decisão de investimento de investidores anjo.....	52
Quadro 12 – Critérios de decisão de investimento em levantados na literatura.....	55
Quadro 13 – Critérios de decisão de investimento que mais aparecem na literatura internacional.....	59
Quadro 14 – Características individuais dos investidores anjo.....	62
Quadro 15 – Perfil profissional dos investidores anjo.....	63
Quadro 16 – Perfil dos especialistas.....	64
Quadro 17 – Vantagens e limitações da entrevista.....	65
Quadro 18 – Segmento das startups que receberam investimento.....	70
Quadro 19 – Motivos de investimento em startups.....	72
Quadro 20 - Relação entre os motivos de investimento e as dimensões dos critérios de investimento.....	73
Quadro 21 – Relação dos motivos de investimento com as dimensões dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.....	74
Quadro 22 – Dificuldades para investir em uma startup.....	75
Quadro 23 – Dificuldades para investir - especialistas.....	78
Quadro 24 – Importância do uso de critérios no processo de decisão de investimento.....	81
Quadro 25 - Importância do uso de critérios no processo de decisão de investimento – especialistas.....	82
Quadro 26 – Importância do critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço.....	84
Quadro 27 – Importância do critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço – especialistas.....	86
Quadro 28 - Importância do critério de Proteção/patente do produto/serviço.....	87
Quadro 29 - Importância do critério de Proteção/patente do produto/serviço - especialistas.....	88
Quadro 30 - Importância do critério Inovação e qualidade do produto/serviço.....	90
Quadro 31 - Importância do critério Inovação e qualidade do produto/serviço.....	93
Quadro 32 – Importância do Tamanho do Mercado.....	95
Quadro 33 – Importância do Tamanho do Mercado - especialistas.....	97
Quadro 34 – Importância do critério de potencial de crescimento do mercado.....	99

Quadro 35 – Importância do critério de potencial de crescimento do mercado - especialistas	101
Quadro 36 – Importância do critério de dinâmica do mercado	102
Quadro 37 – Importância da dinâmica do mercado - especialistas.....	104
Quadro 38 – Importância do critério de experiência do empreendedor	105
Quadro 39 – Importância do critério de experiência do empreendedor – especialistas	107
Quadro 40 – Importância do critério de Histórico do empreendedor	109
Quadro 41 – Importância do critério de Histórico do empreendedor - especialistas	111
Quadro 42 – Importância do critério de paixão e comprometimento do empreendedor	113
Quadro 43 – Importância do critério de experiência do empreendedor – especialistas	115
Quadro 44 – Importância do critério de integridade/confiabilidade do empreendedor	116
Quadro 45 – Importância do critério de integridade/confiabilidade do empreendedor- especialistas	119
Quadro 46 – Importância do critério de rentabilidade real.....	121
Quadro 47 – Importância da rentabilidade real – especialistas.....	123
Quadro 48 – Importância do plano de negócios/apresentação	125
Quadro 49 – Importância do Plano de negócios/apresentação – especialistas	127
Quadro 50 – Importância do ROI/valorização	129
Quadro 51 – Importância do ROI/valorização – especialistas.....	130
Quadro 52 – Importância do critério de Liquidez.....	132
Quadro 53 – Importância do critério de Liquidez – especialistas.....	134
Quadro 54 – Importância da abertura de ajustes pelo empreendedor	136
Quadro 55 – Importância da abertura a ajustes do empreendedor – especialistas	138
Quadro 56 – Importância da abertura a ajustes do negócio.....	139
Quadro 57 – Importância da abertura a ajustes no negócio - especialistas.....	141
Quadro 58 – Importância do papel do investidor	142
Quadro 59 – Importância da dinâmica do mercado - especialistas.....	144
Quadro 60 – Novos critérios de decisão de investimento	145
Quadro 61 – Novos critérios de decisão de investimento - especialistas	146
Quadro 62 – Classificação dos critérios de decisão de investimento	147
Quadro 63 – Critérios mais citados na classificação pelos IA.	150
Quadro 64 – Relação dos critérios classificados como menos importantes pelos IA.....	151
Quadro 65 – Critérios mais citados sua classificação pelos IA.	152
Quadro 66 – Síntese da importância dada pelos IA aos critérios de decisão de investimento	153
Quadro 67 - Síntese da importância dada pelos especialistas aos critérios de decisão de investimento	154

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fatores para sobrevivência de startups.....	35
Figura 2 – Fatores para descontinuidade de startups.....	36
Figura 3 – Etapas de crescimento das organizações x recursos financeiros	41
Figura 4 – Relação evolução histórica de startups x estudos publicados sobre IA	47
Figura 5 – Delineamento da Pesquisa	61
Figura 6 – Etapas das entrevistas.....	66
Figura 9 – Critérios de decisão de investimento mais citados e menos citados na classificação pelos IA.....	149
Figura 10 – critérios classificados como mais importantes e menos importantes.	152

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - evolução das taxas de mortalidade das empresas brasileiras entre 1998 e 2008	34
Gráfico 2 – Quantidade de artigos internacionais publicados sobre investidores anjo	47
Gráfico 3 – quantidade de startups que receberam capital por investidor anjo nos últimos 3 anos	69
Gráfico 4 – Segmento das startups que receberam investimento.....	71
Gráfico 5 – Dimensões com mais critérios classificados x Dimensões com mais critérios em 1º lugar.....	148

1 INTRODUÇÃO

O mercado de investidores informais de capital de risco tem sido objeto de estudo nos Estados Unidos da América desde a década de 1980, por meio dos estudos de Wetzel (1983; 1987) e Haar et. al. (1988).

Neste sentido Wetzel (1983) buscou entender as características deste tipo de investidor, como sendo “Investidor Anjo”, e colocando-o no rol de investidores necessários às empresas em fase inicial de trabalho. Wetzel (1983, 1987) e Haar et. al. (1988) buscaram identificar e entender o comportamento deste tipo de investidor, diretamente ligado ao mercado de capital de risco, e que tinha por norte, atuar informalmente e investir em pequenas empresas de base tecnológica.

A partir destes trabalhos o interesse pelo investidor informal de risco cresceu, a ponto de ter estudos publicados em diversos países ao redor do mundo, como Mason e Harrison (2002) e Van Osnabrugge (2000) no Reino Unido; Bacher e Guild (1996) no Canadá; Landström (1998) na Suécia; Stedler e Peters (2003) na Alemanha; e Sudek (2006) e Paul et al. (2007) nos EUA, dos quais destacam esta modalidade de investimento de risco.

Os trabalhos citados reconhecem este tipo de investido independente como “Investidor Anjo”, ou seja, indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas (Feeney et al, 1999).

A partir deste momento, o termo “Investidor Anjo” é apresentado por meio da abreviação “IA”.

No trabalho de Wetzel, este tipo de investidor é definido como:

Investidores que preenchem o que 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 (WETZEL, 1983, p. 23).

Neste sentido, ainda conforme Wetzel (1983), os IA acabam por cobrir um espaço de investimento a pequenos empreendedores, em estágio inicial do seu negócio, que não conseguem ter acesso a fundos maiores de capital de risco.

Mason e Harrison (1995, p.153) convergem nesta definição ao definirem IA como sendo “investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar”.

Apesar da convergência na definição entre Wetzel (1983) e Mason e Harrison (1995), acerca do tipo de atuação, nota-se que há, nos últimos, inclusão da inexistência de ligação anterior

entre investidor e empreendedor, o que sugere que este tipo de investidor não pode ser confundido com investidores familiares ou amigos.

Bacher e Guild (1996) seguem esta mesma linha de trabalho, definindo o conceito de IA, “Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas” (BACHER; GUILD, 1996, p. 364).

Para Mason e Harrison (2002) outras características ainda cabem ser ressaltadas, como a caracterização de IA como indivíduos que, além de investirem seu próprio dinheiro em negócios ainda não listados, são reconhecidos como os principais investidores em empresas que estão em sua fase inicial do negócio.

Esta característica é fundamentada por outros autores, como Feeney et al. (1999), que caracterizam IA como “fontes primárias de capital de risco para novas empresas”.

Wetzel (1983) foi além ao indicar que os IA poderiam formar, na época do estudo, o maior mercado de fornecimento de capital de risco nos EUA, o que foi evidenciado mais à frente, em seu estudo junto a Frear (WETZEL; FREAR, 1996), onde demonstraram que este tipo de investidor forma a maior fonte de capital de risco a novas empresas de base tecnológica.

Estas empresas de base tecnológica, também conhecidas como startups (Mason; Harrison, 1996; Bacher; Guild, 1996; Feeney et al., 1999), caracterizam-se por terem seu potencial inovativo relacionado à tecnologia, têm características próprias e necessitam, normalmente, de aportes externos de dinheiro para que consigam sair das fases iniciais do negócio e, efetivamente, adentrar ao mercado.

A definição de Ries para “uma *startup* é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, p. 24, 2011).

Em outra abordagem, o termo *startup* pode ser definido como um grupo de pessoas que buscam um modelo de negócios inovador e escalável, de baixo custo, crescimento rápido e capaz de gerar receitas significativas em um curto intervalo de tempo (GOMES; MUNIZ; DIAS; GONÇALVES, p. 422, 2012).

Para Bacher e Guild (1996, p. 364) startups são “companhias que buscam comercializar uma tecnologia pela primeira vez, esperando, assim, derivar uma vantagem competitiva significativa por meio da tecnologia”.

As definições sobre startups, citadas nos parágrafos acima, convergem em aspectos de inovação, e se complementam quando citam aspectos de escalabilidade, condições de

incerteza, vantagem competitiva e, ainda, potencial de gerar altas receitas em curtos períodos de tempo.

Esta situação enfrentada pelas startups, de incerteza e riscos, por mais que demonstre negatividade, por outro lado pode sugerir também maiores ganhos em razão de inovação e escalabilidade.

Em razão deste potencial, muitos autores têm estudado a importância e o impacto das startups nos negócios e na economia, tanto local como global. Para Bacher e Guild (1996) as startups têm se tornado uma estrutura essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo, inclusive, usadas como diferencial competitivo.

Já Nakagawa (2008) relata que a presença de startups em um país gera, entre outros, maiores recolhimentos em impostos, empregos de mão-de-obra qualificada, e fortalecimento da competitividade, uma vez que propicia uma maior indústria em produtos envoltos em mais conhecimento aplicado, ao invés de produtos e serviços comoditizados.

A análise dos trabalhos de Bacher e Guild (1996) e Nakagawa (2008) sugerem o entendimento da importância e do impacto das startups na economia de um país.

Ocorre que, conforme relatam Feeney et al. (1999), este tipo de empresa normalmente, conta com pouco capital próprio inicial, e acaba por depender de fontes externas de recursos como garantia de crescimento.

Esta situação é relatada por Botelho et al. (2006), que em pesquisa realizada junto a empreendedores que encerraram seus negócios, identificaram que a falta de capital para crescimento foi a principal causa da falência das empresas.

Em razão desta necessidade inicial de investimento externo, e da dificuldade de conseguir crédito no mercado financeiro, muitas startups acabam por aguardar por outros tipos de recursos, como buscar receitas junto a investidores independentes. Daí a necessidade e a importância do papel dos IA, já destacadas aqui por Wetzel (1983), Mason e Harrison (1995), e por Bacher e Guild (1996).

É possível, então, identificar uma situação onde, por um lado, temos a importância das startups no cenário econômico global, destacadas por Nakagawa (2008), a dificuldade e a necessidade de captação de investimentos iniciais pelas startups, identificadas por Alberio (2007), e por outro lado o papel dos IA no investimento inicial de capital de risco nestas empresas iniciantes.

Desta situação surgiu a proposta do estudo, de entender como os IA decidem por investir em uma *startup*.

Ainda que as pesquisas e interesses sobre IA tenham crescido ao longo dos últimos anos, Feeney et al. (1999) relatam que pouco se sabe sobre este tipo de investidor, bem como ainda são pouco conhecidos os processos de formação da decisão de investimento destes.

Para Paul et al. (2007) por mais que o interesse em IA esteja em crescimento tanto na academia como na área econômica, “ainda existem alguma áreas de suas atividades que necessitam de mais pesquisas”.

Desta maneira, esta pesquisa busca analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups, bem como identificar quais são, para estes investidores, os critérios considerados de maior importância.

1.1 Formulação da situação problema

É grande a importância da inovação para o desenvolvimento econômico e para a competitividade das empresas (PORTER, 1999). Embora não exista uma regra clara do impacto da inovação na economia e na competitividade, muitas são as pesquisas que desenvolvem o tema, buscando desde o impacto da inovação na competitividade (BRITO, BRITO, & MORGANTI, 2005; MOTOHASHI, 1998), até o estudo da história da inovação e de indústrias que sequer existiam antes da introdução de uma determinada inovação (UTTERBACK, 1994; FREEMAN, 1982; KIM; MAUBORGNE, 2005).

Dentro da evolução das empresas no papel de inovação, surgiram, em meados dos anos noventa, as startups, companhias que buscam comercializar um tipo de tecnologia inicial, exposta pela primeira vez, e que pretendem entregar um diferencial competitivo em prol desta tecnologia (BACHER; GUILD, 1996). Exemplos deste tipo de empresa são dados pelos autores como empresas de biotecnologia e de softwares.

Por mais que as startups ofereçam um diferencial competitivo com base na tecnologia, há, no mercado, dificuldade para financiamento no início do negócio. De acordo com o Global Entrepreneurship Monitor (GEM-2014), o Brasil é um dos 7 países com maior taxa de empreendedorismo entre os países analisados. Entretanto, apenas 1,8% dos novos negócios estabelecidos no Brasil possuem alta taxa de crescimento, ou seja, perdem-se durante a execução dos seus projetos e, com isto, cessam-se os investimentos.

Estudos prévios identificaram, na Europa e Reino Unido, que as startups encontram mais dificuldades na captação de investimentos para seu negócio do que empresas comuns em fase inicial (AERNOUDT, 1999). Este fato pode estar relacionado à complexidade da tecnologia, que cria dificuldades aos investidores potenciais, uma vez que a difícil identificação do potencial de crescimento do negócio gera um custo de risco maior (MASON; HARRISON, 2003).

Outras dificuldades impostas à captação de investimentos iniciais pelas startups podem ser relacionadas, como o longo horizonte temporal de retorno do investimento, a necessidade de maior envolvimento do investidor e o aumento da quantidade de fundos sob gestão, que limita a realização de investimentos (MASON; HARRISON, 2002).

Em razão destes fatores, muitas startups deixam de captar recursos em instituições formais (bancos e outras instituições financeiras) e acabam por optar pela utilização de capital de risco (ROBERTS, 1990).

Bacher e Guild (1996) definem capital de risco como um tipo de capital que não é garantido por ativos, e é emprestado às empresas por investidores externos. Normalmente têm relação não apenas ao risco do capital, mas também na liquidez do mesmo.

Neste mercado de capital de risco, é comum as startups recorrerem aos IA. Ocorre que, em razão das suas peculiaridades, pouco ainda se sabe sobre o modo de atuação deste tipo de investidor, ou seja, de como optam por emprestar ou não seus recursos a uma startup (MAXWELL et al., 2011; HAAR et al., 1988; SUDEK, 2007; PAUL et al., 2007).

Estudos ao redor do mundo chegaram a compilar o perfil de IA, como nos EUA, por Wetzel (1983), Haar et al. (1988); no Reino Unido, por Mason e Harrison (1994), no Canadá, por Bacher e Guild (1996) e na Suécia, por Landström (1998); porém, pouco se sabe acerca da forma de agir e de pensar deste tipo de investidores no Brasil.

Diante deste cenário, este estudo pretende colaborar com os empreendedores brasileiros por meio da análise dos critérios que definem ou influenciam a decisão de IA brasileiros em investir ou não em uma startup.

1.2 Questão de pesquisa

Por mais que o mercado IA tenha aumentado nos últimos anos, se tornando a maior fonte de capital de risco (LANDSTRÖN, 1998), pouco ainda se sabe acerca do processo decisório utilizado por eles, ou seja, o processo pela qual estes investidores chegam a uma decisão de investimento (FEENEY et al., 1999; MASON; HARRISON, 1996; STEDLER; PETERS, 2003).

Eilon (1969) define o processo decisório por meio de oito estágios: (1) *input* da informação, (2) análise, (3) medição de performance, (4) modelo, (5) estratégias, (6) previsão de resultados, (7) escolha de critérios e, (8) terminação com resoluções. Esta pesquisa focará em um elemento específico do processo decisório: a identificação da escolha de critérios de decisão de IA no Brasil.

Desta forma, este estudo busca, então, responder à seguinte **questão de pesquisa**: *Quais são os critérios de decisão de investimento importantes para os Investidores Anjo brasileiros ao avaliar o potencial investimento em uma startup, e qual a importância dada a cada um dos critérios levantados?*

2 OBJETIVOS, DEFINIÇÕES E JUSTIFICATIVA

2.1 Objetivo Geral

Da questão de pesquisa citada no capítulo anterior (1.2), deriva o seguinte objetivo geral deste estudo:

Analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups.

Uma vez que o mercado de capital de risco ocorre de forma em que o investidor está sempre contemplando a “compra” de uma oportunidade que o empreendedor está “vendendo” (FEENEY et al., 1999), torna-se importante o conhecimento sobre os critérios utilizados por este tipo de investidor para chegar à decisão de investir em um novo negócio.

Portanto, acrescenta-se a este os seguintes **objetivos específicos**:

- verificar quais os critérios de decisão de investimento considerados de maior importância pelos Investidores Anjo brasileiros.

IA são investidores de capital de risco que tendem a agir individualmente (Wetzel, 1983). Em razão da característica dos empreendedores, que tipicamente têm diferentes necessidades das

existentes em empresas já estabelecidas, estes investidores tendem a identificar-se, e consequentemente investir, em empresas que têm necessidades relacionadas diretamente a seus conhecimentos e habilidades (BACHER; GUILD, 1996). Este raciocínio leva à inclusão do seguinte objetivo específico:

- Identificar a existência de novos critérios utilizados pelos Investidores Anjo brasileiros.

Assim como os estudos estrangeiros identificaram características semelhantes, porém não iguais, em relação aos critérios utilizados por IA (WETZEL, 1983; HAAR et al. 1988; MASON; HARRISON, 1994; BACHER; GUILD, 1996; LANDSTRÖM, 1998), soa importante a comparação dos resultados junto a IA brasileiros. Portanto, acrescenta-se o seguinte objetivo específico:

- Analisar se os critérios identificados em estudos internacionais correspondem à prática adotada na realidade brasileira.

O estudo busca, então, consolidar informações sobre critérios de decisão de investimento, de forma a oferecer suporte teórico a empreendedores que tenham como objetivo criar valor substancial em seus projetos e captar a atenção e investimento do IA brasileiro.

2.2 Definições operacionais

Dada a situação problema já levantada, este estudo apresenta dimensões centrais e que norteiam o seu desenvolvimento:

- **Críticos de decisão de investimento:** neste estudo, critérios de tomada de decisão de investimento são definidos como “uma série de estágios e critérios onde, com base nestes, é feita uma decisão sobre investir ou não em um novo negócio” (TYEBJEE; BRUNO, 1984; FEENEY et al., 1999).
- **Investidores Anjo:** Feeney et al. (1999, p.121) definem Investidores Anjo como “*indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas*”. Já Mason e Harrison (1995), retratam este tipo de investidor como “*investidores privados que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, com os quais não existe conexão familiar*” (MASON; HARRISON, 1995, p.153).

Os autores citam a questão do investimento de risco, de novos negócios e da ausência de ligação familiar com o empreendedor, porém não tratam da inovação inerente às

startups. Sendo assim, para os fins desta pesquisa, o termo IA será definido a partir da junção destes autores, sendo, então, proposta uma definição de Investidores Anjo como 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.

- **Startup:** esta pesquisa utilizará a definição estrutural de Bacher e Guild (1996), que conceituam startups como “companhias que pretendem comercializar uma tecnologia pela primeira vez e, em razão disso, entregar uma fonte significativa de vantagem competitiva”.

2.3 Justificativa e contribuições

Os Investidores Anjo têm sido reconhecidos como os principais investidores em companhias empreendedoras em seu estágio inicial (MASON; HARRISON, 2002).

Uma análise sobre o mercado deste tipo de investidores no Reino Unido identificou que 59% dos investimentos de IA foram direcionados a startups (MASON, HARRISON, 2002). Nos EUA, o mercado de IA é estimado em cinco vezes o tamanho do mercado formal de capital (WETZEL; FREEAR, 1996).

No Brasil, pouco sabe-se ainda acerca do tamanho deste mercado. Estima-se que existam no Brasil aproximadamente 6 mil IA, com potencial de investimento equivalente a 2,6 bilhões de Reais (EXAME, 2014).

Em razão das dificuldades enfrentadas por startups, relatadas anteriormente, torna-se importante a captação deste tipo de investimento para o surgimento e o crescimento do negócio. De acordo com pesquisas anteriores, as rejeições a propostas de investimento são altas. Este alto índice de rejeições propõe a necessidade de entender melhor o processo e os critérios de decisão de investimento utilizados por IA (FEENEY et al., 1999).

Um melhor entendimento sobre este processo de investimento e os critérios utilizados para decisão em investir podem aumentar as chances dos empreendedores atraírem investidores interessados em seus negócios.

Sendo assim, a importância deste estudo está justificada no pouco espaço dado ao entendimento do processo decisório de IA, e a relevância do entendimento dos critérios utilizados por eles para que maiores captações de recursos possam ser realizadas por empreendedores.

Este estudo busca contribuir para aprofundar o conhecimento e o avanço acadêmico sobre IA, pelos seguintes motivos:

- A análise da importância dada por IA brasileiros aos critérios de decisão de investimento levantados na literatura pode auxiliar aos empreendedores compreenderem o que o IA analisa antes de investir em uma *startup*, informação que pode auxiliar os empreendedores no preparo da *startup* em busca do capital fornecido por este tipo de investidor.
- O levantamento dos critérios de decisão de investimento utilizados por IA brasileiros pode servir de base para futuros estudos e, ainda, como base para a criação de um modelo de critérios de tomada de decisão de investimento em startups, focado no perfil do IA brasileiro.

2.4 Organização do estudo

Estando delineadas a situação problema e os objetivos geral e específicos, bem como as definições operacionais dos termos constantes no enunciado do problema, apresenta-se a seguir a forma como está organizado este estudo.

- i. Revisão teórica: está dividida em três partes, onde são reunidas contribuições teóricas sobre o tema de pesquisa:
 - a) conceituação de empreendedorismo e startups;
 - b) conceituação de capital de risco e estágios de investimento;
 - c) conceituação e caracterização de IA e sua decisão de Investimento.
- ii. Metodologia: explica a natureza, o método e os procedimentos para coleta de dados, assim como os critérios usados para definição das entrevistas.
- iii. Análise dos resultados: apresenta os principais resultados encontrados na pesquisa, a partir da combinação dos resultados das entrevistas, contendo, ainda, reflexões acerca dos achados da pesquisa à luz das referências teóricas utilizadas.
- iv. Considerações finais: são apresentadas as principais conclusões do estudo, levando em conta seus objetivos e suas contribuições.
- v. Referências: trabalhos utilizados que dão embasamento e suporte ao estudo.
- vi. Apêndices: onde são apresentados o roteiro das entrevistas, o instrumento de coleta de dados e dados relevantes acerca das entrevistas.

3 REVISÃO TEÓRICA

3.1 Empreendedorismo

O ranking das dez maiores empresas em vendas nos Estados Unidos da América em 2014 - Wal-Mart, Exxon Mobil, Chevron, Berkshire Hathaway, Apple, Phillips 66, GMC, Ford Motors, General Electric e Valero Energy - (Fortune, 2014) mostra que o total de vendas destas empresas equivale a aproximadamente 25% do PIB gerado no Brasil no ano de 2014.

Ao compararmos esta análise às dez maiores empresas brasileiras em vendas em 2013 - Petrobrás, BR Distribuidora, Vale, Ipiranga, Raízen, BRF, Bunge, Volkswagen, Cargil e Braskem - (Exame, 2015), é possível verificar a diferença existente entre as realidades comerciais dos países, onde a soma das vendas das dez primeiras no Brasil atinge aproximadamente 3% das vendas da líder norte-americana (Wal-Mart).

Ocorre que, dentre as empresas brasileiras, 70% foram iniciadas por pessoas físicas, estando as estatais ocupando os três primeiros lugares da lista. Este percentual difere do encontrado nos EUA, onde 100% das empresas da lista foram iniciadas por pessoas físicas (ver quadros 1 e 2).

Quadro 1 – Tipo de fundação das maiores empresas em vendas em 2014 nos EUA.

Maiores empresas em vendas nos EUA		Forma de início
1	Wal-Mart	Pessoa Física
2	Exxon Mobil	Pessoa Física
3	Chevron	Pessoa Física
4	Berkshire Hathaway	Pessoa Física
5	Apple	Pessoa Física
6	Phillips 66	Pessoa Física
7	GMC	Pessoa Física
8	Ford Motors	Pessoa Física
9	General Electric	Pessoa Física
10	Valero Energy	Pessoa Física

Fonte: elaborado pelo autor conforme Fortune – 2014

Quadro 2 – Tipo de fundação das maiores empresas em vendas em 2014 no Brasil.

Maiores empresas em vendas no Brasil		Forma de início
1	Petrobrás	Estatal
2	BR Distribuidora	Estatal
3	Vale	Estatal
4	Ipiranga Produtos	Pessoa Física
5	Raízen Combustíveis	Pessoa Física
6	BRF	Pessoa Física
7	Bunge	Pessoa Física
8	Volkswagen	Pessoa Física
9	Cargil	Pessoa Física
10	Braskem	Pessoa Física

Fonte: Elaborado pelo autor conforme Exame - 2015

Segundo a quadro 1 e 2 acima, é possível evidenciar que a maioria das empresas iniciadas como pessoa física obtiveram sucesso em sua continuidade no mercado, aspecto do qual denota inovação por se manter intacta na disputa comercial, empreendedora pois investe em seu crescimento econômico e também a um esforço em expandir cada vez mais o produto a que se dispõe a vender. Desta forma pensar no conceito de empreendedorismo é essencial para esta discussão e compreensão dos principais fatores indicados a seguir.

Por mais que a forma de cálculo do PIB difira do cálculo utilizado para receita de vendas, e ainda que as vendas e o percentual de empresas iniciadas por pessoas físicas sejam, no Brasil, menores que nos EUA, é possível verificar, por meio destes comparativos, a importância e o impacto econômico gerado pelo empreendedorismo nestes mercados.

Em razão deste impacto e desta importância, muito tem se falado acerca de empreendedorismo no cenário acadêmico ao longo dos últimos anos, sendo sua importância evidenciada “por meio do aumento do número de publicações e do espaço destinado ao tema nos principais eventos de pesquisa e periódicos da área de administração” (FILARDI, BARROS E FISCHMANN, 2014, p. 125).

O termo empreendedor tem sua origem no idioma francês, e significa “aquele que assume riscos e começa algo novo”. Segundo Dornellas (2001), o termo Empreendedorismo foi criado por Richard Cantillon, escritor e economista do século XVII, sendo este um dos primeiros a diferenciar o empreendedor nato (aquele que assumia riscos), do capitalista (aquele que fornece o capital).

Desde então, diversas são as definições para o termo empreendedorismo. Schumpeter (1949) define empreendedor como “aquele que destrói a ordem econômica existente, por meio da introdução de novos produtos e serviços, pela criação de novas formas de organização ou pela exploração de novos recursos naturais”.

Para o GEM (Global Entrepreneurship Monitor - 2014), empreendedorismo é:

[...] qualquer tentativa de criação de um negócio ou novo empreendimento, como por exemplo, uma atividade autônoma, uma nova empresa, ou a expansão de um empreendimento existente, por um indivíduo, grupo de indivíduos ou empresas já estabelecidas. (GEM, 2014, p. 4).

Já Dolabela (2006), trata de empreendedorismo como um termo que implica em uma forma de ser, uma maneira de se relacionar, uma visão do mundo. Para o autor, empreendedor é um eterno insatisfeito, vive em uma busca constante por oportunidades e propostas positivas para si mesmo e para os outros.

Por mais distintas que sejam as definições em relação à época em que surgiram, é possível verificar linhas de pensamento e complemento entre os autores acima citados.

Schumpeter (1949) fala de empreendedorismo com o propósito de ruptura econômica, por meio de introdução de novas tecnologias. Dolabela aborda o tema de forma mais humana, envolvendo a forma de ser e de se relacionar, enquanto que o GEM propõe uma junção destes temas, uma visão mais holística, abordando em sua definição termos como “novo negócio”, “indivíduo ou grupos de indivíduos” e “expansão”.

A visão dos autores, cada um com seus esforços voltados à definição do empreendedorismo por uma ótica distinta, engloba um rol de definições por áreas de estudo, levantadas por Filion (1999) e sintetizadas por Krakauer (2014) no quadro abaixo.

Quadro 3 – Comparativo sobre a visão do empreendedor

Área de estudo	Visão
Economistas	Os empreendedores estão associados à inovação e são forças direcionadoras de desenvolvimento.
Comportamentalistas	Atribuem aos empreendedores características como criatividade, persistência, internalidade e liderança.
Engenheiros e afins	Empreendedores são bons distribuidores e coordenadores de recursos.
Especialistas em finanças	Empreendedores são pessoas capazes de calcular e medir riscos.
Especialistas em gerenciamento	Empreendedores são organizadores competentes e visionários que se destacam em organizar e fazer uso de recursos.
Área de Marketing	Pessoas que identificam oportunidades, se diferenciam dos outros e possuem o pensamento voltado para o consumidor.

Fonte: Krakauer (2014, p. 58).

A fim de demonstrar a dificuldade existente na definição de empreendedorismo, a Babson College, conceituada instituição de ensino voltada para empreendedorismo, situada nos Estados Unidos da América, realizou um desafio aos alunos, professores e visitantes, denominado “Como você define empreendedorismo?”. Na data em que o autor visitou o site, haviam mais de 2.700 definições propostas por pessoas de todo o mundo. (BABSON, 2015).

Por mais que diversos autores busquem definir e entender empreendedorismo apenas voltado à abertura de um novo negócio, este estudo busca abordar o tema com o foco na inovação. Dessa forma o termo Empreendedorismo é discutido por meio da definição de Shumpeter (1949), onde:

[...] aquele que destrói a ordem econômica existente, por meio da introdução de novos produtos e serviços, pela criação de novas formas de organização ou pela exploração de novos recursos naturais. (SCHUMPETER, 1949 apud DORNELAS, 2001, p. 39)

3.1.1 Empreendedorismo, inovação e crescimento econômico

Apesar de, como visto no capítulo anterior, o conceito de empreendedorismo esta ligado a diversas visões e áreas de interesse, cada uma com sua definição específica, fica claro, na visão de muitos autores, a necessidade e a importância do empreendedorismo voltado à inovação, e não simplesmente à criação de um negócio qualquer.

Embora não exista uma regra clara do impacto da inovação na economia e na competitividade, muitas são as pesquisas que desenvolvem o tema, buscando desde o impacto da inovação na competitividade (BRITO; BRITO; MORGANTI, 2005; MOTOHASHI, 1998), até o estudo da história da inovação e de indústrias que sequer existiam antes da introdução de uma determinada inovação (UTTERBACK, 1994; FREEMAN, 1982; KIM; MAUBORGNE, 2005).

Schein (1985) trata de empreendedorismo relacionando-o à criatividade e à propensão de “criar algo novo, envolvendo a motivação para superar obstáculos, propensão por aceitar riscos e desejo de elevação pessoal em qualquer objetivo a ser alcançado” (SCHEIN 1985, p. 30).

Porter (1999) relata que é grande a importância da inovação para o desenvolvimento econômico e para a competitividade das empresas; assim como Schumpeter (1984), que defende que a inovação é necessária ao funcionamento do sistema econômico capitalista.

É possível verificar, nas abordagens destes autores, uma sinergia entre os conceitos que envolvem empreendedorismo, inovação e economia. Porter e Schein tratam da importância da inovação, do processo de criar algo novo, tanto no conceito econômico como na questão de competitividade, enquanto que Schumpeter é mais direto na importância dada à questão econômica.

Por mais que exista esta sinergia acerca da relação entre empreendedorismo, inovação e economia/competitividade, foi Schumpeter (1985) quem expandiu o conceito desta relação, por meio da introdução do conceito de destruição criativa, onde, por meio da introdução de inovações e novas tecnologias, o empreendedor contribuiria na substituição de produtos, serviços e processos ultrapassados.

Para ele, as mudanças são importantes delineadoras do desenvolvimento, ficando claro em sua fala a diferença entre o desenvolvimento e o conceito de adaptação:

[...] de tempos em tempos a vida econômica apresenta mudanças no sentido de romper com os limites tradicionais até então estabelecidos de produção e comercialização de bens, impondo uma que futuramente se consubstanciará em uma nova tradição. Crescimento econômico pode ser adaptação, que significa aumento de volume de riquezas; desenvolvimento, é outra coisa. As mudanças contínuas de transformação de uma lojinha em loja de departamentos estão dentro de uma análise estática, porque descrevem um processo de expansão linear, de adaptação oferta/demanda. Mas e as mudanças descontínuas, não tradicionais, como explicá-las?.” (SCHUMPETER, 1985, p. 46)

Vale ressaltar que a citação a Schumpeter, em muitas vezes, é recorrente, em razão da sua relevância e pioneirismo na relação empreendedorismo e inovação. É tamanha a importância que ele atribui à inovação que, em sua visão, a sua estagnação nas empresas resultaria no colapso do sistema capitalista.

Em uma linha mais recente, para o GEM – Global Entrepreneurship Monitor, organismo internacional que mede o impacto da inovação na economia dos países, a importância e o impacto da inovação no ambiente econômico pode ser verificado por meio de indicadores macroeconômicos, visto que, nas pesquisas realizadas por este organismo, o crescimento econômico resulta da ação de dois processos distintos, porém complementares: as atividades de inserção e intercâmbio no mercado mundial, promovidos por empresas de médio e grande porte; e as atividades que têm relação direta com a atividade empreendedora, e que são responsáveis pela criação e pelo crescimento de novas empresas e novas tecnologias (GEM, 2014).

Em seus resultados recentes, o GEM (2014) demonstrou que, dentre as maiores economias do mundo, o Brasil aparece na décima posição em percentual de empreendedores iniciais (empreendedores novos ou nascentes, que ainda não tiraram lucro ou estão tirando lucro do negócio por mais de três e menos de quarenta e dois meses), colocando-se à frente de economias como Alemanha e Estados Unidos.

Ocorre que, mesmo estando, neste percentual, à frente de grandes potências econômicas mundiais, os negócios iniciados no Brasil não são inovadores ou não têm relação direta com inovação, o que limita o impacto gerado na economia em relação à quantidade de empregos gerados e da geração de novos produtos ou serviços.

O quadro 4 mostra a posição do Brasil em relação aos níveis de desenvolvimento econômico propostos pelo GEM, e compara-o a outras economias na sua região geográfica.

Quadro 4 – Níveis de desenvolvimento econômico pela inovação

Continente	Níveis de desenvolvimento econômico		
	Economias impulsionadas por fatores	Economias impulsionadas pela eficiência	Economias impulsionadas pela inovação
África	Angola, Botswana, Burkina Faso, Camarões, Uganda	África do Sul	
Ásia & Oceania	Índia, Iran, Filipinas, Vietnã	China, Indonésia, Cazaquistão, Malásia, Tailândia	Austrália, Japão, Singapore, Taiwan, Qatar
América Latina & Caribe	Bolívia	Argentina, Barbados, Belize, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, Panamá, Peru, Suriname, Uruguai	Puerto Rico, Trinidad e Tobago
União Europeia		Croácia, Hungria, Lituânia, Polônia, Romênia	Áustria, Bélgica, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Eslovênia, Eslováquia, Espanha, Suécia, Reino Unido
Não pertencentes à União Europeia		Bósnia e Herzegovina, Geórgia, Kosovo, Rússia	Noruega, Suíça
América do Norte			Canadá, Estados Unidos

¹Fonte: Adaptado de GEM-Global Entrepreneurship Monitor, (2014, p. 28).

Pelos resultados apontados na pesquisa, é possível verificar que o Brasil está, na sua região, quando se trata de inovação, atrás de economias com PIB muito menores que o seu, como Trinidad e Tobago, e Porto Rico.

Apesar desta classificação, a pesquisa do GEM traz um adendo em relação ao país, dizendo que os resultados recentes o colocam em transição para a classificação de “*Innovation driven economies*”.

A análise desta classificação propõe o entendimento de que as economias mais desenvolvidas estão, também, classificadas entre as direcionadas pela inovação. A tabela abaixo traz uma relação entre os dez maiores PIBs do mundo e sua classificação no relatórios do GEM:

¹ O GEM-Global Entrepreneurship Monitor é o maior e mais completo estudo sobre empreendedorismo no mundo, sendo realizado e apoiado por diversos países e universidades, como a Babson College e a Universidade del Desarrollo. O estudo é realizado em mais de 100 países, com mais de 200 mil pessoas entrevistadas anualmente.

Quadro 5 – Relação entre PIB e classificação de inovação

País	PIB (em US\$)	Classificação GEM
Estados Unidos	17,5 trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
China	10 Trilhões	Economias impulsionadas pela eficiência
Japão	4,86 Trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
Alemanha	3,87 Trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
França	2,88 Trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
Reino Unido	2,82 Trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
Brasil	2,21 Trilhões	Economias impulsionadas pela eficiência
Itália	2,17 Trilhões	Economias impulsionadas pela inovação
Rússia	2,09 Trilhões	Economias impulsionadas pela eficiência
Índia	1,99 Trilhões	<i>Economias impulsionadas por fatores</i>

Fonte: Elaborado pelo autor com base em FMI (2015) e GEM (2014)

A tabela acima pode sugerir uma relação direta entre o potencial econômico dos países e a inovação por eles gerada, uma vez que, dentre as dez maiores economias do mundo, seis são classificadas pelo GEM como economias impulsionadas pela inovação, sendo que, destas, quatro (Estados Unidos, Japão, Alemanha e França) estão entre as cinco maiores economias do mundo.

Pela importância dada à inovação e pelo seu impacto na economia mundial, muito têm se falado acerca das empresas de base tecnológica.

Schumpeter (1984) já falava da importância inovativa no processo de concorrência, onde, para o autor:

[...] não é esse tipo de concorrência (preço) que importa, mas a concorrência através de novas mercadorias, novas tecnologias, novos tipos de organização. [...] A eficiência deste tipo de concorrência, perto do outro, é assim como um bombardeio comparado ao forçar de uma porta. (SCHUMPETER, 1984, p. 114)

Estas empresas de base tecnológica, também conhecidas como startups (Mason e Harrison - 1996; Bacher e Guild – 1996; Feeney et al. – 1999), caracterizam-se por terem seu potencial inovativo relacionado à tecnologia.

Em razão deste potencial, muitos autores têm estudado a importância e o impacto das startups nos negócios e na economia, tanto local como global. Para Bacher e Guild (1996) as startups têm se tornado uma estrutura essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo, inclusive, usadas como diferencial competitivo.

Em sua pesquisa, Nakagawa (2008) identifica que, em razão da presença de startups em um país, são gerados, entre outros, crescimento nos empregos, aumento e fortalecimento da competitividade e aumento da receita de impostos.

O próximo capítulo traz uma revisão sobre a teoria das startups, das suas características, e traça um perfil acerca deste tipo de empresas no Brasil.

3.2 Startups

Pode-se dizer que o século XXI trouxe a consolidação de um novo padrão sócio-econômico-político, caracterizado pelo avanço das tecnologias de informação e da comunicação. Este novo padrão vem transformando o modo como o ser humano aprende, produz, trabalha e se diverte, bem como a relação econômica mundial.

É neste cenário de crescimento e inovação que encaixam-se as startups.

Estas empresas de base tecnológica, também conhecidas como startups (Mason e Harrison - 1996; Bacher e Guild – 1996; Feeney et al. – 1999), caracterizam-se por terem seu potencial inovativo relacionado à tecnologia, têm características próprias e necessitam, normalmente, de aportes externos de dinheiro para que consigam sair das fases iniciais do negócio e, efetivamente, adentrar ao mercado.

Para Ries (2011) para “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, p. 24, 2011).

Em outra abordagem, o termo startup pode ser definido como “*um grupo de pessoas que buscam um modelo de negócios inovador e escalável, de baixo custo, crescimento rápido e capaz de gerar receitas significativas em um curto intervalo de tempo*” (GOMES et al., 2012, p. 422).

Para Bacher e Guild (1996) startups são as “*companhias que buscam comercializar uma tecnologia pela primeira vez, esperando, assim, derivar uma vantagem competitiva significativa por meio da tecnologia*”. (BACHER; GUILD, 1996, p.364).

Por mais complementares que sejam, as definições sobre startups, citadas nos parágrafos acima, convergem em aspectos de inovação, e se complementam quando citam aspectos de escalabilidade, condições de incerteza, vantagem competitiva e, ainda, potencial de gerar altas receitas em curtos períodos de tempo.

Nakagawa (2008) e Bacher e Guild (1996) relatam em seus estudos a importância da inovação para o mercado global, relacionando as empresas inovadoras (startups) ao crescimento econômico e à estrutura essencial dos sistemas econômicos.

Para Bacher e Guild (1996) as startups têm se tornado uma estrutura essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo, inclusive, usadas como diferencial competitivo.

Ainda que, conforme, Nakagawa (2008), seja possível caracterizar as startups como ponto crucial no desenvolvimento econômico de um país, conforme relatado na Pesquisa do GEM (Global Entrepreneurship Monitor, 2014), e relatado no item 2.2.1 deste trabalho, pouco ainda se sabe acerca do real tamanho e impacto destas no mercado brasileiro.

Para imergir neste cenário, no capítulo a seguir são traçados dados e informações acerca do mercado brasileiro de startups.

3.2.1 Startups no Brasil e a necessidade de capital

Conforme dados do Global Entrepreneurship Monitor (GEM, 2014) o Brasil tem apresentado crescimento constante em sua taxa de empreendedorismo, atingindo um total de 34,5% da população entre 18 e 35 anos de idade.

Este percentual apresenta crescimento constante há pelo menos 3 anos. No entanto, “[...]ainda é alto o índice de empreendedorismo por necessidade em detrimento ao empreendedorismo por oportunidades (desenvolvimento de produtos inovadores, abertura de novos mercados, etc.)” (BOTELHO et al., 2006, p.3), ou seja, o empreendedorismo no Brasil ainda se caracteriza por pouca inovação e mais por necessidade.

Esta situação é corroborada quando comparadas as evoluções do empreendedorismo no Brasil, em relação a seu tipo e origem.

Por mais que o percentual de empreendedores tenha crescido ao longo dos últimos anos, a taxa de empreendedores iniciais, divididos entre empreendedores nascentes e novos, tem se mantido de forma estável, variando de 17,3% em 2013 para 17,2% em 2014.

O quadro abaixo traz um comparativo entre a evolução das taxas de empreendedorismo total e de empreendedores nascentes.

Quadro 6 – Taxas de evolução de empreendedorismo no Brasil

Ano	Taxa de empreendedorismo total	Taxa de empreendedores nascentes
2011	26,9%	N/D
2012	29,3%	N/D
2013	32,3%	17,3%
2014	34,5%	17,2%

Fonte: Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2014.

É possível verificar que a participação de empreendedores nascentes, caracterizados por “[...]estarem envolvidos na estruturação de um negócio do qual são proprietários, mas que ainda não pagou salários, pró-labores ou qualquer outra forma de remuneração aos proprietários por mais de três meses” (GEM, 2014), tem caído ao longo dos últimos anos.

É exatamente nesta categoria, de empresas nascentes, que se enquadram as startups, pela sua característica de ser uma empresa iniciante, com foco em inovação, e que busca crescimento escalável, porém sem ter receitas iniciais altas.

Uma definição que corrobora essa caracterização provém do SEBRAE, onde startups são:

[...] uma empresa nova, até mesmo embrionária ou ainda em fase de constituição, que conta com projetos promissores, ligados à pesquisa, investigação e desenvolvimento de ideias inovadoras. Por ser jovem e estar implantando uma ideia no mercado, outra característica das startups é possuir risco envolvido no negócio. Mas, apesar disso, são empreendimentos com baixos custos iniciais e são altamente escaláveis, ou seja, possuem uma expectativa de crescimento muito grande quando dão certo. (SEBRAE, 2011, p. 4)

Esta definição traduz aspectos já citados por outros autores, como riscos, inovação, baixos custos iniciais e, um item ainda pouco citado, a escalabilidade, caracterizada por alta expectativa de crescimento.

Esta expectativa pode ser ainda maior quando se trata do impacto da startup na economia. Por mais importante que seja uma nação empreendedora, o papel da inovação é crucial no desenvolvimento econômico das nações.

No Brasil são difíceis de identificar pesquisas concretas sobre a quantidade de startups incubadas ou já no exercício de suas atividades.

Dados da ABStartups (Associação Brasileira de Startups) estimam que existam mais de dez mil startups no país, que movimentaram aproximadamente 2 bilhões de Reais no ano de 2013 (Associação Brasileira de Startups, 2013).

Já a ANPROTEC (Associação Nacional para o Progresso da Tecnologia), em pesquisa realizada em 2012, identificou 2.640 empresas incubadas, que movimentaram valores de 533 milhões de Reais.

Independente dos números levantados, existe sinergia na literatura quando tratada a importância das startups na economia, incluindo a capacidade de geração de empregos, renda, e potencial econômico deste perfil de empresas.

Ocorre que, por mais que seja claro este impacto e importância das startups no cenário econômico de um país, muitas são as dificuldades encontradas por estes tipos de empresas na guinada pelo sucesso, temática que é tratada no capítulo a seguir.

3.2.1.1 Startups - sobrevivência e dificuldades enfrentadas

Levantada a importância e o impacto das startups na economia e na competitividade das empresas (Nakagawa, 2008; Bacher e Guild, 1996), bem como em aspectos de escalabilidade (Gomes; Muniz; Dias; Gonçalves, 2012) é importante figurar as dificuldades e impeditivos enfrentados por este tipo de empresa.

Conforme dados do SEBRAE (2013) a taxa de mortalidade das empresas brasileiras situa-se em 27% entre as empresas com até 1 ano de existência, atingindo patamares de 58% em empresas com até 5 anos de existência.

O Gráfico 1 demonstra a evolução das taxas de mortalidade das empresas brasileiras entre os anos de 1998 e 2008.

Gráfico 1 - Evolução das taxas de mortalidade das empresas brasileiras entre 1998 e 2008

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do SEBRAE (2013)

É possível visualizar no gráfico acima que esta taxa vem caindo ao longo das últimas medições, porém ainda apresenta-se relativamente elevada.

Ao entrarmos na esfera específica das startups, pesquisa realizada pela Fundação Dom Cabral (2012)², onde foram levantados dados junto a fundadores de startups que tiveram seus negócios descontinuados e junto a fundadores de startups que ainda estão ativas no mercado, demonstra dados específicos acerca das dificuldades das startups em sobreviver no mercado.

Nos resultados entre os fundadores de startups já descontinuadas, entre os fatores mais importantes para a descontinuidade de uma startup, foram apresentadas as seguintes respostas:

- Falta de comprometimento em tempo integral dos fundadores exclusivamente para as startups;
- Não alinhamento dos interesses pessoais e ou profissionais dos fundadores;
- Falta de capital de giro para investir no negócio.

Estes dados diferem da percepção dos fundadores de startups ainda ativos no mercado, que entendem que fatores relacionados a produto, sintonia entre gestores e adaptação às necessidades de mercado são itens mais importantes para a sobrevivência de uma startup.

As figuras 1 e 2 demonstra a percepção dos fundadores de startups em operação e descontinuadas acerca dos fatores mais importantes e dos menos importantes para a sobrevivência e para a descontinuidade de uma startup.

Figura 1 – Fatores para sobrevivência de startups

Fonte: Elaborado pelo autor conforme dados da FDC – Fundação Dom Cabral (2012)

² A Fundação Dom Cabral realizou pesquisa junto a 221 empreendedores, entre empreendedores com startups em operação e startups descontinuadas, a fim de entender as possíveis causas da descontinuidade das startups brasileiras.

Figura 2 – Fatores para descontinuidade de startups

Fonte: Elaborado pelo autor conforme dados da FDC – Fundação Dom Cabral (2012)

A análise das figuras 1 e 2 traduz a diferença existente entre a visão de um fundador de startup ativa e um de startup descontinuada, principalmente no que se refere a capital para investir no negócio.

Enquanto para os fundadores de startups descontinuadas esse fator é fundamental à descontinuidade da startup, para aqueles que estão ativos no mercado este item é citado como de menor importância na sobrevivência do negócio.

Nota-se dificuldade no entendimento dos dados apresentados pela pesquisa “Causa da mortalidade das startups brasileiras – o que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado” (Fundação Dom Cabral, 2012), uma vez que a necessidade de capital é citada, ao mesmo tempo, como fator menos importante para sobrevivência e mais importante para a descontinuidade.

Conforme relata Feeney et al. (1999), as startups, normalmente, contam com pouco capital próprio inicial, e acabam por depender de fontes externas de recursos como garantia de crescimento.

Esta situação é relatada por Botelho et al. (2006), que em pesquisa realizada junto a empreendedores que encerraram seus negócios, identificaram que a falta de capital para crescimento foi a principal causa da falência das empresas.

Assim como Alberio (2007), que afirma que, dentre outros itens, problemas de crédito para aquisição de equipamentos, instalações, capital de giro e despesas iniciais estão entre os fatores inibidores ao início de novos negócios.

Em razão desta necessidade inicial de investimento externo, e da dificuldade de conseguir crédito no mercado financeiro, muitas startups acabam por aguardar por outros tipos de recursos, como buscar receitas junto a investidores independentes.

É possível, então, identificar uma situação onde, por um lado, temos a importância das startups no cenário econômico global, destacadas por Nakagawa (2008), a dificuldade e a necessidade de captação de investimentos iniciais pelas startups, identificadas por Albero (2007), e por outro lado o papel dos investidores independentes no investimento inicial de capital de risco nestas empresas iniciantes.

3.3 Capital de Risco

Conforme já relataram Nakagawa (2008) e Bacher e Guild (1996), é nítida a importância de startups ao crescimento e desenvolvimento econômico dos mercados.

Por suas características de inovação, escalabilidade e potencial de geração de valor, estas empresas caracterizam-se por serem uma *“instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”* (RIES, p. 24, 2011).

Estas condições, aliadas à necessidade de capital inicial (Albero, 2007), abrem espaço a um tipo de investimento que abrange correr maiores riscos em prol de altos ganhos e escalabilidade.

Este tipo de investimento, chamado de capital de risco, é assim definido por Landström (2007):

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

Já Meirelles et al. (2008) definem capital de risco como:

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

Ainda que haja sinergia entre os autores no que tange a crescimento e expectativa de valorização, Meirelles et al. (2008) abrangem aspectos interessantes relacionados tanto à temporalidade do investimento quanto ao interesse na participação no capital da empresa.

Landström (2007), ao comentar este tipo de investimento, divide o capital de risco em duas partes que, conforme o autor, não são tão simples de distinguir:

- *Venture Capital* – dedicado principalmente a investimentos de capital ou indexados a ações em empresas orientadas para o crescimento; e
- *Private Equity* – dedicado a investimentos que vão além de capital de risco, que abrangem uma série de outras etapas e empresas estabelecidas, incluindo, por exemplo, *management buy-outs*³ e o capital de substituição.

Outros autores também retratam esta divisão, como Ribeiro (2005), que retrata que os investimentos do tipo VC (*Venture Capital*) são “direcionados para empresas em estágio inicial de seu desenvolvimento, além de apresentarem uma participação mais ativa dos gestores do fundo de VC nas empresas investidas” (RIBEIRO, 2005, p. 137).

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

Segundo Meirelles et al. (2008), a expressão *venture capital*, do inglês, é, na maioria das vezes, traduzida ao português como “Capital de Risco”.

Esta definição propõe o entendimento de que, na atuação para a necessidade de capital empreendedor, o termo *venture capital* e sua classificação são os mais adequados ao uso e aplicação, formas a qual este trabalho se utiliza a partir deste momento.

Em relação aos estudos sobre *venture capital*, Sapienza e Villanueva (2007) relatam que os estudos iniciais focavam apenas na eficiência deste tipo de investimento como um direcionador de investimentos ou, então, como direcionador em critérios de decisão usados por investidores para ter acesso a empreendedores e oportunidades.

Outros pesquisadores, como Tyebjee e Bruno (1984); MacMillan et al. (1989), focaram seus estudos em entender o que realmente investidores de risco, por eles chamados de *venture capitalists*, faziam.

³ *Management buyouts*: ocorrem quando um grupo de investidores, incluindo alguns gestores, compram todas as ações ordinárias em circulação de uma empresa com a intenção de melhorar a gestão e criar valor adicional à empresa (LEE, 1992, p. 1061)

O trabalho seminal de Tyebjee e Bruno (1984) contribuiu para a literatura de *Venture Capital* ao identificar um modelo onde o processo de investimento consiste em cinco fases: (1) *deal origination*; (2) *screening*; (3) *evaluation*; (4) *deal structuring* e (5) *post investment activities*, definidas da seguinte forma:

- (1) *deal origination*: o processo pela qual os negócios começam a serem considerados como possíveis investimentos;
- (2) *screening*: a elaboração das variáveis chave que delimitarão as perspectivas de investimento para um campo gerenciável de avaliação profunda;
- (3) *evaluation*: avaliação da percepção do risco e retorno esperado com base em um coeficiente de ponderação de várias características do empreendimento prospectivo, e a decisão se deve ou não investir, conforme determinado pelos níveis relativos de risco percebido e retorno esperado;
- (4) *deal structuring*: a negociação do preço do negócio e os pactos que limitam o risco do investidor;
- (5) *post-investment activities*: a assistência para o empreendimento nas áreas de recrutamento de executivos-chave, planejamento estratégico, localizando financiamento de expansão, e orquestrar uma fusão, aquisição ou oferta pública.

Como resultado de sua pesquisa, Tyebjee e Bruno (1984) identificaram que o nível de percepção de risco e a expectativa de retorno poderiam ser usadas como meio de distinguir entre aceitar ou rejeitar um negócio.

Tendo essa perspectiva como base, é importante situar que o mercado de *venture capital* é formado por diferentes mercados menores, destacando-se, entre elas, os Venture Capitals Institucionais, os IA e os *Venture Capitals* Corporativos. O Quadro 7 demonstra esta subdivisão e suas respectivas características.

Quadro 7 – Características de investimento de venture capitals e investidores anjo

	<i>Venture Capitals</i> Institucionais	Investidores Anjo	<i>Venture Capitals</i> Corporativos
Fonte de recursos	Principalmente Investidores institucionais que agem com parceiros limitados no negócio	Investem seu próprio dinheiro	Investidores de fundos corporativos
Forma jurídica	Parceria limitada	Investidores privados	Subsidiados por uma grande companhia
Motivo do investimento	Crescimento do capital	Crescimento do capital	estratégia e crescimento do capital
		Retornos intrínsecos	
Investimento	Investidores experientes	experiências variadas	Experientes em tecnologia e indústria
	Grande capacidade de investimento	Capacidade limitada de investimento	Grande capacidade de investimento
	<i>due diligence</i> extensiva	tempo limitado para <i>due diligence</i>	<i>due diligence</i> extensiva
Monitoramento	Controle formal	Controle informal	Controle corporativo

Fonte: adaptado de Landström (2007)

Com base nesta divisão é possível identificar as características de cada tipo de investidor, onde, para os fins deste estudo, a maior importância recai sobre os IA, tipo de investidores que são tratados mais à frente neste trabalho.

3.3.1 Estágios de Investimento

Os capítulos anteriores detalharam desde a importância das startups como propulsoras de desempenho econômico até suas necessidades de capital, trazendo, ainda, uma definição acerca do capital de risco (*venture capital*) e suas divisões.

Ocorre que, ao falar de investimentos em empresas, alguns autores relacionam os estágios de investimento em empresas inovadoras ao ciclo de vida destas empresas, como Cardullo (1999), OECD (2004).

De acordo com a OECD (2004) as diferentes etapas de crescimento da firma exigem diferentes aportes e condições de financiamento, que podem ser divididos, segundo Cardullo (1999), em *Seed Capital*, Estágio inicial, Estágio Expansão e IPO.

A figura 3 demonstra a relação entre as etapas de crescimento das organizações e os tipos de recursos utilizados em cada uma delas.

Figura 3 – Etapas de crescimento das organizações x recursos financeiros

Fonte: Cardullo (1999), citado em OECD (2004).

Segundo Cardullo (1999), o estágio inicial, conhecido como *Seed Capital*, é caracterizado por experimentos junto a novas tecnologias, incertezas relacionadas ao progresso, exploração de novos mercados e de baixas barreiras de entrada.

É entre esta etapa e a etapa de estágio inicial que encontram-se as startups, um dos pilares deste estudo.

Outros autores classificam os investimentos em *venture capital* conforme o portfólio da empresa (Bygrave e Tymons, 1992). Para estes autores, os investimentos podem ser divididos em “*seed capital, startup, first stage, second stage, third stage e bridge*”.

Estes tipos de investimentos podem ser caracterizados a fim de serem diferenciados em relação a suas características principais, seus ideais ou metas de desenvolvimento e, ainda, conforme os riscos desenvolvidos (Flynn e Forman, 2001).

As empresas situadas na faixa entre o seed capital, a startup e o first stage são consideradas, para fim de investimento, como early stage venture capital, ou seja, empresas aptas a receber capital de risco nos momentos iniciais de sua trajetória.

Para a OECD (2004) o *Seed financing* é um investimento inicial, utilizado pelo inventor ou empreendedor para o desenvolvimento de uma ideia, que pode envolver a construção de um protótipo.

Segundo os autores, nestes casos as fontes de recursos provêm das próprias economias do empresário, sendo que, quando estes não possuem recursos próprios, família e amigos, acabam por se tornar os mais indicados agentes de financiamento.

Outros autores, como Sohl (1999), Branscomb and Auerswald (2002) complementam esta definição ao concluir que o *seed capital* envolve pequenas quantias de capital, providas por investidores ou pelo próprio empreendedor, a fim de provar um conceito de negócio antes de que haja um produto real ou uma empresa organizada.

Já Carvalho et al. (2006) complementam dizendo que, no *seed capital*, o investimento pode ser utilizado para fins de desenvolvimento do produto, testes de mercado ou para registro de patentes. O quadro 8 traz as características principais dos estágios de investimento.

Quadro 8 – Características dos principais estágios de investimento informal de venture capital

	Seed stage	Startup stage	First stage
Fonte de recursos	• Fundador, Investidor Anjo	• Investidores Anjo ou venture capitals	• Investidores Anjo ou venture capitals
Demanda (US\$)	• 0-25 Mil	• 100 – 500 mil	• 500 mil a 2 milhões
Características do investidor	• Apenas ideia ou conceito do negócio	• Plano de negócios e análise de mercado completas	• Mercado receptivo, com algumas vendas/pedidos
	• não existe gerenciamento, apenas fundador e técnicos	• Protótipo em fase de avaliação	• Necessidade de impulso por marketing
	• protótipos ainda não desenvolvidos ou testados	• Time de gestão completo	• Todo o time de gestão trabalhando in loco
		• Produto pronto para o mercado e com algumas vendas iniciais	• Necessidade de impulso produtivo
			• Protótipo pronto
Principais metas	• Desenvolvimento e provação do negócio	• Completar os teste de produto e deixá-lo apto para o mercado	• Alcançar a penetração no mercado e metas de vendas
	• Produção do protótipo de trabalho	• Efetivar as vendas iniciais e verificar a demanda	• atingir o ponto de equilíbrio de rentabilidade
	• Assessoria de mercado	• Verificar a viabilidade do time de gestão	• aumentar a capacidade produtiva e reduzir o custo unitário
	• Montar o time de gestão e a estrutura da empresa	• Construir a organização da gestão da empresa	• Construir a força de vendas e a distribuição dos sistemas
	• Desenvolver o plano de negócios detalhado		
Principais Riscos	• Protótipo funcional não pode ser construído	• testes do negócio serem insatisfatórios	• Fundadores serem maus administradores ou terem time

			de gestão inadequado
	• O mercado potencial não ser grande o suficiente	• Fundadores não conseguirem gerenciar e atrair gestores chave	• Produto/serviço não ser competitivo o suficiente no mercado
	• Desenvolvimento atrasar e fundos saírem do negócio	• O tamanho do mercado potencial não ser viável	• Custos de produção muito altos, com pouca margem para rentabilidade
	• Produto não poder ser produzido a um custo competitivo	• Utilização de todo capital disponível e inabilidade para atrair novos investimentos	• Mercado não ser tão grande quanto projetado ou ter um crescimento lento
	• O fundador não poder gerenciar o desenvolvimento	• Custo do produto não ser competitivo	• Estratégia errada de marketing ou distribuição efetuada de forma incorreta
		• atrasos imprevistos no desenvolvimento do produto	• Queima excessiva de recursos e controles financeiros inadequados
		• Competidores desenvolverem o produto/serviço antes	

Fonte: adaptado de Riding et al (2007)

Por meio do quadro 8 é possível identificar que as empresas situadas entre o *seed capital* e o *startup stage* caracterizam-se pelo recebimento de investimentos de IA.

Tyebjee e Bruno (1984) reforçam esta análise ao relatarem que as empresas situadas neste estágio não são candidatas aos investimentos de venture capital, mas sim a serem apoiadas por investidores informais (IA), os quais são tratados no capítulo a seguir.

3.4 Investidor Anjo

It's [informal venture capital] not a new phenomenon, of course. Henry Ford's auto empire was launched thanks to five [business] angels who plunked down \$40.000 in 1903. (COLIN, 1989, p.32) ⁴

É difícil imaginar como deve ter sido complicado a Henry Ford buscar investidores a seu negócio no início do século XX. Encontrar pessoas dispostas a investir, com capital próprio, sem relação alguma com ele e, ainda, com conhecimentos a dividir, deve ter sido um grande desafio. Ocorre que, se Ford tivesse buscado informações sobre IA naquela época, com certeza encontraria muito menos do que nos dias atuais.

Isso porque o mercado de investidores informais de capital de risco têm sido objeto de estudo nos Estados Unidos da América apenas desde a década de 1980, por meio dos estudos de Wetzel (1983), Haar et. al. (1988).

⁴ Não é (o capital informal de risco) um novo fenômeno. O império automobilístico de Henry Ford foi construído graças a 5 IA que injetaram US\$40.000 em 1903. (COLIN, 1989, p.32)

Wetzel (1983) realizou o primeiro estudo em que foram consideradas as atitudes, comportamentos e características deste tipo de investidor, como sendo “Investidor Anjo”, que, após um longo período negligenciados, foram inseridos no rol de investidores necessários às empresas em fase inicial de trabalho.

Tanto Wetzel (1983), como Haar et. al. (1988), além de identificarem o perfil dos IA, buscaram entender o comportamento deste tipo de investidor, diretamente ligado ao mercado de capital de risco, e que tinha por norte, atuar informalmente e investir em pequenas empresas de base tecnológica.

A partir destes trabalhos o interesse pelo investidor informal de risco cresceu, a ponto de ter estudos publicados em diversos países ao redor do mundo, como Mason e Harrison (2002) e Van Osnabrugge (2000) no Reino Unido; Bacher e Guild (1996) no Canadá; Landström (1998) na Suécia; Steedler & Peters (2003) na Alemanha; e Sudek (2006) e Paul et al. (2007) nos EUA.

Os trabalhos citados reconhecem este tipo de investidor independente como “Investidor Anjo”, ou seja, indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas (Feeney et al., 1999).

No trabalho de Wetzel, este tipo de investidor é definido como:

Investidores que preenchem o que 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. (WETZEL, 1983, p.23).

A definição de Wetzel (1983) coloca a atuação do IA de forma a cobrir uma lacuna nos investimentos de capital de risco, criada a partir das exigências de fundos que restringem e dificultam o acesso de pequenas empresas a este tipo de capital.

Neste sentido, ainda conforme Wetzel, os IA acabam por cobrir um espaço de investimento a pequenos empreendedores, em estágio inicial do seu negócio, que não conseguem ter acesso a fundos maiores de capital de risco.

Mason e Harrison (1995, p.153) convergem neste conceito ao definirem IA como sendo “investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar”.

Apesar da convergência na definição entre Wetzel (1983) e Mason e Harrison (1995), acerca do tipo de atuação, nota-se que há, nos últimos, uma inclusão da inexistência de ligação

anterior entre investidor e empreendedor, o que sugere que este tipo de investidor não pode ser confundido com investidores familiares ou amigos.

Bacher e Guild (1996) seguem esta mesma linha de pesquisa, definindo o conceito de IA como “Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas” (BACHER e GUILD, 1996, p. 366).

Para Mason e Harrison (2002) outras características ainda cabem ser ressaltadas, como a caracterização de IA como indivíduos que, além de investirem seu próprio dinheiro em negócios ainda não listados, são reconhecidos como os principais investidores em empresas que estão em sua fase inicial do negócio.

Esta característica é fundamentada por outros autores, como Feeney et al. (1999), que caracterizam IA como “fontes primárias de capital de risco para novas empresas”.

A variedade de abordagens e definições sobre IA pode ser verificada pelo quadro 9, onde são apresentadas algumas definições do termo levantadas na literatura.

Quadro 9 – Definições sobre Investidores Anjo na literatura

Referência	Definição de Investidor Anjo
Mason & Harrison (2002, p. 285)	“...os investidores anjos são uma população bastante heterogênea com diferentes níveis de familiaridade com as técnicas de investimento. Variam do empreendedor que ganha todo seu dinheiro com sua empresa até o inexperiente investidor virgem.”
Liu (2000, p. 2)	“Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa”
Prowse (1998, p. 786)	“Um anjo é um provedor de capital de risco para pequenas empresas privadas. Por capital de risco entenda-se capital societário (ou semelhante). Esse provedor é rico e não um intermediário, como, por exemplo, uma pequena empresa de investimento ou um grupo de parceiros associados. Os anjos não são os empreendedores principais nem seus familiares.”
Bacher e Guild (1996, p. 4)	“Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas”
Mason e Harrison (1995, p.153)	“Investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar.”
WETZEL (1983, p.23)	“Investidores que preenchem o que 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.”
Feeney et al. (1999, p.121)	“indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas”

Fonte: elaborado pelo autor

Os autores referenciados no quadro 9 citam a questão do investimento de risco, de novos negócios e da ausência de ligação familiar com o empreendedor, porém não tratam da inovação inerente às startups. Sendo assim, para os fins desta pesquisa, propõe-se a definição do termo “investidor anjo” a partir da união entre a definição Feeney et al. (1999, p.121) e a de Mason e Harrison (1995, p.153).

Desta forma, termo “investidor anjo” é definido nesta pesquisa como 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.

Independente das definições encontradas na literatura, Wetzel (1983) foi além ao indicar que os IA poderiam formar, na época do estudo, o maior mercado de fornecimento de capital de risco nos EUA, o que foi evidenciado mais à frente, em seu estudo junto a Frear (WETZEL; FREAR, 1996), onde demonstraram que este tipo de investidor forma a maior fonte de capital de risco a novas empresas de base tecnológica.

Ocorre que, por mais que este tipo de investidor desempenhe um importante papel no processo de investimento em empresas de base tecnológica, em razão das suas peculiaridades, pouco ainda se sabe sobre o seu modo de atuação, ou seja, de como optam por emprestar ou não seus recursos a uma startup (MAXWELL et al., 2011; HAAR et al, 1988; SUDEK, 2006; PAUL et al., 2007).

Este interesse pode sugerir a razão pela qual os últimos anos têm apresentado um crescente interesse pelo entendimento do papel de IA em novos empreendimentos.

Para contribuir a este estudo, foi realizada uma pesquisa na base de dados Scopus, buscando identificar a quantidade de artigos publicados em revistas internacionais. Foram pesquisados artigos publicados desde 1990, abrangendo os últimos 24 anos, com o termo “*business angels*” e “*informal investors*”, nas áreas de Administração e Economia. O gráfico 2 apresenta os resultados.

Gráfico 2 – Quantidade de artigos internacionais publicados sobre investidores anjo

Fonte: elaborado pelo autor

Com base na pesquisa realizada na base de dados Scopus, foi possível identificar 177 artigos publicados desde 1990.

Nota-se que do ano de 2003 até 2014 os estudos sobre este tipo de investidor cresceram bastante, principalmente após o período de crescimento do uso da informática e do estouro de grandes companhias digitais, como Google e Facebook, entre outras.

A figura 4 traça uma linha do tempo sobre a evolução e crescimento de algumas companhias de base tecnológica, comparando-os ao crescimento e evolução quantitativa dos estudos sobre IA.

Figura 4 – Relação evolução histórica de startups x estudos publicados sobre IA

Fonte: elaborado pelo autor.

Por meio da figura 4 é possível verificar que alguns picos de publicações sobre IA ocorrem em períodos exatamente posteriores à entrada no mercado de empresas como Yahoo, Amazon e Ebay (1995) e do Twitter (2006), da venda do Paypal (2002) e, mais recentemente, em 2012, ano em que o Facebook executou sua oferta de ações e atingiu, naquele momento, a maior abertura de capital da história da NASDAQ, captando US\$ 16,1 bilhões (NASDAQ, 2015)

Ao longo do tempo, alguns estudos chegaram a compilar o perfil de IA, como nos EUA, por Wetzel (1983), Haar et al. (1988); no Reino Unido, por Mason e Harrison (1994), no Canadá, por Bacher e Guild (1996) e na Suécia, por Landström (1998); porém, pouco se sabe acerca da forma de agir e de pensar deste tipo de investidores no Brasil.

3.4.1 Investidores Anjo no Brasil

O termo “anjo”, para investidor, ainda é pouco conhecido no Brasil. Sua participação, no entanto, em investimentos inovadores está em fase de crescimento, tendo em vista que se institui num ambiente em que o setor de micro e pequenas empresas possui dificuldades de angariar investimentos em função da falta de carteiras sólidas de clientes, pouca experiência gerencial e baixo nível de *disclosure*. (CALVOSA e FREITAS, 2008, p. 6)

A análise de Calvosa e Freitas (2008) traduz um pouco do cenário de estudos acerca de IA no Brasil. Exceto por poucas publicações realizadas, a maior parte das informações provém de associações de anjos ou revistas específicas do mercado financeiro ou de negócio.

Para corroborar esta situação, foram pesquisadas algumas bases de dados nacionais, periódicos nacionais e bancos de teses e dissertações de algumas das principais universidades do Brasil.

Foram determinados, como critérios de pesquisa, os termo “investidor anjo”, “*business angel*” e “*angels*” no título, subtítulo ou palavras-chave, buscando artigos em periódicos nacionais.

O quadro 10 demonstra os resultados encontrados:

Quadro 10 – Pesquisas sobre investidores anjo no Brasil

Termos de pesquisa	Bases de dados / Bancos de Teses e dissertações					
	Spell	Capes	Teses USP	Teses PUC-RJ	Teses PUC-SP	Teses Mackenzie
Business Angel	0	0	0	0	0	0
Investidor Anjo	0	1	0	1	0	0
Angels	0	0	0	0	0	0

Fonte: elaborado pelo autor

É possível verificar que, mesmo buscando dados em bancos de teses e dissertações, poucos são os estudos encontrados, em âmbito nacional, acerca de IA.

Desta forma, as fontes de dados disponíveis encontram-se em pesquisas realizadas por associações específicas ou revistas de gênero financeiro.

Uma das pesquisas mais citadas e que traz mais informações sobre o tamanho e o perfil do IA no Brasil foi feita pela agência Anjos do Brasil (2013), fundada por um dos mais reconhecidos empreendedores brasileiros e hoje também um Investidor Anjo, o empresário Cassio Spina.

Esta pesquisa da Anjos do Brasil, publicada na revista EXAME ao final de 2013, relata a presença de mais de 7 mil IA no Brasil, com potencial de investimento de 2,9 bilhões de Reais. Porém, ao contrário do seu potencial de investimento, em 2013, estes investidores foram responsáveis pelo aporte de 688 milhões de Reais, valor 11% superior ao investido em 2012 EXAME, 2012).

Em seu contexto geral, a publicação trata de diversos itens que possam caracterizar o IA brasileiro, com foco específico nos seguintes:

Perfil: Os anjos brasileiros têm em média 43 anos de idade, sendo que 48% dos pesquisados têm até 39 anos de idade. São em sua maioria homens (95%) e empresários, dedicando cerca de 16,4% do seu tempo à *startup* investida.

Investimentos: Cada investidor investe em média em 2 projetos, sendo que a média financeira investida atinge o patamar de 687 mil Reais. Uma ressalva neste caso é que este valor traz falsos prognósticos, uma vez que a grande maioria dos investidores investe no máximo 100 mil Reais nos novos negócios. Em relação à pré-disposição a investir, 74% dos anjos se dizem propensos a investir por mais 2 ou 3 vezes nos próximos anos.

Este dado corrobora o que diz o *Startup Ecosystem Report*, da *Startup Genome* (2012). Nesta pesquisa, onde são analisados diversos fatores sobre o ecossistema mundial de startups, traz o Brasil em 12º lugar no que se refere ao Índice de Financiamento. Este índice mede quão ativa e quão abrangente é o capital de risco no ecossistema de inicialização no país.

Ainda acerca do perfil dos IA no Brasil, outro fator estudado é a área de interesse. Mais de 60% dos investidores relataram sua preferência por investimentos em TI, seguidos por aplicativos para smartphones (56%), educação (48%), *e-commerce* (40%), entretenimento (21%), entre outros.

A fim de traçar um comparativo, nos EUA existem mais de 12 mil IA cadastrados na principal entidade nacional deste tipo de investidor, a *Angel Capital Association* (2015). Já no Reino Unido, conforme dados da UK Business Angels (2015) existem mais de 8 mil IA, investindo em uma média de 5 projetos ao ano.

Wetzel (1983) já havia levantado informações de que os IA poderiam formar, na época do estudo, o maior mercado de fornecimento de *venture capital* nos EUA, o que foi evidenciado mais à frente, em seu estudo junto a Frear (WETZEL; FREAR, 1996), onde demonstraram que este tipo de investidor formava a maior fonte de *venture capital* a novas empresas de base tecnológica.

Dessa forma, tanto a base comparativa de publicações sobre IA, quanto a base de dados e informações e o número de IA atuantes no Brasil sugerem o pouco conhecimento acerca deste tipo de investidor, bem como, pela sua importância como fonte de capital de risco, a necessidade de conhecer e melhor entender suas práticas e decisões de investimento.

3.4.2 Processo de decisão de investimento de Investidores Anjo

Desde o trabalho seminal de Wetzel (1983), os primeiros estudos sobre IA apontavam para uma análise acerca das características e motivações para se financiar empresas em sua fase inicial (BACHER; GUILD, 1996).

Para Bacher e Guild, considerando que os IA são uma fonte inicial de capital de risco para empresas de base tecnológica, é importante entender os critérios por eles utilizados para avaliar estes tipos de empresas.

Assim como Bacher e Guild (1996), Van Osnabrugge (2000) relata que, pelas características de investimento na etapa inicial das startups, o processo de decisão no nível de *seed capital* pode promover um laboratório único para examinar os impactos de como os investidores agem em relação aos riscos do negócio.

É importante, entretanto, ressaltar que a situação enfrentada por IA no momento de decidir ou não pelo investimento em um negócio difere daquela enfrentada por fundos de *venture capital*. Conforme Riding et al (2007):

[...] no coração do processo, os investidores anjo devem decidir por investir ou não seus fundos pessoais em um negócio de risco. Isto se afasta dos efeitos de um ambiente corporativo, no qual as decisões de investimento são feitas por um grupo de administradores num contexto de uma função de gestão estratégica. Desta forma, a situação de investidores anjo difere da enfrentada por investidores de capital de

risco institucionais, que tipicamente tomam decisão de investimento como agentes dos fundos provedores de capital [...]. (RIDING et al, 2007, p. 332)

A análise de Riding et. al (2007), propõe que os processos de decisão e critérios empregados pelos IA podem, potencialmente, promover uma linha de base que difere de outros tipos de investidores, que, comparados, podem melhorar o entendimento da tomada de decisão de investimentos tanto de forma geral como de forma específica.

A referência de Landström (1998) pode complementar esta análise ao concluir que “ainda existem poucos estudos que tenham se atentado a trazer ao conhecimento as nuances em critérios de decisão de investidores informais, considerando este investimento como um processo onde os critérios de tomada de decisão podem variar ao longo do tempo” (Landström, 1998, p. 332).

Desta forma a literatura internacional apresenta alguns modelos de processos pelas quais os IA tomam as suas decisões de investimento.

Alguns estudos, como os de Wells (1974), Silver (1985), e Schilit (1991), estudaram o processo de decisão de investimento de investidores de *venture capital* e identificaram que este processo pode ser dividido em dois estágios distintos: mapeamento (*screening*) e avaliação.

Já Teybee e Bruno (1984) estudaram as atividades de investimento de *venture capitals* nos EUA e caracterizam o processo de decisão deste tipo de investidor em cinco etapas distintas:

- *Origem do negócio*: o processo pela qual os negócios entram em consideração como possíveis investimentos;
- *Triagem do negócio*: A delimitação das variáveis chave que delimitam as perspectivas de investimento para alguns itens gerenciáveis de avaliação em profundidade;
- *Avaliação do negócio*: A avaliação da percepção do risco e do retorno esperado com base em um coeficiente de ponderação de várias características do negócio e a decisão se deve ou não investir, conforme determinado pela relação entre o risco percebido e a expectativa de retorno;
- *Estruturação do negócio*: a negociação do preço do negócio e os pactos que limitam o risco do investidor; e
- *Atividades pós-investimento*: a assistência ao negócio em áreas específicas, como contratações, planejamento estratégico e expansão, entre outras.

Neste levantamento, a cada etapa da análise, critérios específicos foram levantados e validados junto aos entrevistados.

MacMillan et al. (1986) replicaram o estudo de Teybee e Bruno (1984), classificando 27 critérios em seis grupos distintos: personalidade do empreendedor, experiência do empreendedor, características do produto ou serviço, características do mercado, considerações financeiras e time de investidores.

Já DalCin (1993) propõem um modelo onde, assim como Teybee e Bruno (1984), existem cinco etapas de análise do investimento: origem do negócio e primeiras impressões, revisão do plano de negócios, triagem e *due diligence*, negociação, e, consumação e estruturação do negócio.

A fim de sintetizar os modelos levantados na literatura, o quadro 11 ilustra os aspectos das etapas ou estágios de decisão de investimento de IA.

Quadro 11 – Estágios de decisão de investimento de investidores anjo

Estágio	Eventos	Decisão pelo IA
Busca por negócios potenciais e primeiras impressões	este estágio envolve encontrar e engajar negócios em que o investimento possa seguir em frente e onde haja um primeiro sinal informal de avaliação	Este estágio finaliza com a decisão do IA de rejeitar a oportunidade de negócio ou de investir mais tempo na análise da proposta.
Avaliação da proposta	Este estágio envolve a análise do plano de negócios e da <i>due diligence</i> . Os investidores encontram-se junto ao empreendedor, consultam parceiros necessários e conduzem avaliações externas e internas das oportunidades do negócio e do time empreendedor.	este estágio termina com a decisão do IA de entrar nas negociações de valores ou, então, declinar do negócio oferecido.
Negociação e fechamento	Momento em que o empreendedor e o investidor negociam os termos do negócio	este estágio aponta o momento em que o IA pode chegar a um acordo junto ao empreendedor ou, então, terminar a relação do negócio.
Envolvimento pós-investimento	neste estágio o investidor trabalha junto ao empreendedor em diversos níveis de envolvimento a fim de desenvolver o negócio	N/D
Saída	Neste ponto, o investidor vende seu investimento no negócio	N/D

Fonte: adaptado de Riding et al (2007)

Os estágios citados no quadro 11 apresentam uma síntese criada por Riding et al. (2007, p. 333) onde são compilados modelos de processo de DalCin (1993) e Druxbury et al. (1997), os quais são parecidos a outros estágios levantados na literatura, como os de Stedler e Peters (2003), que tratam dos estágios como um processo linear, que varia desde o fluxo de negócios até a *due diligence*, e o de Amatuci e Sohl (2004), muito parecido com o destacado no quadro.

Além das etapas ou estágios levantados na literatura, ao argumentarem que os IA realmente tomam decisões em cada uma das etapas citadas e, em razão disso, os critérios usados para tomar decisões acabam diferindo entre uma etapa e outra, os autores concordam com a abordagem de Landström, de que “[...] os critérios de tomada de decisão podem variar ao longo do tempo” (Landström, 1998, p. 332).

Desta forma, conforme descrito por Riding et al. (2007), a discussão acerca da forma como os IA conduzem suas análises e chegam à decisão de investimento propõem uma análise sobre os critérios de investimento por eles utilizado, fruto de estudo do capítulo a seguir.

3.4.3 Critérios de decisão de investimento de investidores anjo

Estudos recentes sobre IA têm direcionado seu foco nos critérios de decisão deste tipo de investidor. Isto pode ser verificado pelos trabalhos de Mason e Harrison (1994; 1996), Haar et al. (1988), van Osnabrugge (2000), entre outros, que desenvolveram seus estudos examinando os critérios de investimento utilizados por IA.

Teybee e Bruno (1984), quando da análise dos estágios de investimento de IA, testaram diversos critérios de decisão, destacando, na etapa de triagem do negócio, itens como tamanho do investimento, tecnologia e setor de mercado a ser investido, localização geográfica e estágio de financiamento.

Já em outra etapa, avaliação do negócio, foram testados pelos autores 23 critérios, tendo como resultados principais os critérios de atratividade do mercado, diferenciação do produto, capacidade gerencial do empreendedor, ameaças ambientais e liquidez do investimento.

Já nos estudo de MacMillan et al. (1986), dentro dos seis grupos inicialmente criados, os critérios mais citados foram relacionados ao time e ao empreendedor, à proteção do produto (patente), ao crescimento do mercado e à taxa de retorno do investimento.

Autores como Haines et al. (2003) e Mason e Stark (2004) retratam, ainda, critérios relacionados ao capital humano como itens importantes na tomada de decisão, citando entre eles critérios como habilidades, experiência, histórico e características diversas do empreendedor e da sua equipe de gestão.

Stedler e Peters (2003), em pesquisa junto a IA na Alemanha, identificaram que os investidores alemães são influenciados por uma quantidade de fatores maior do que outros estudos realizados no Reino Unido, nos EUA e no Canadá.

Dentre os principais critérios levantados por Stedler e Peters (2003) estão potencial de crescimento, produto único e competitivo (competitividade), empreendedor seu time e, ainda, as margens de lucro.

Feeney et al. (1999) vão mais além nestes critérios, e em suas pesquisas identificam critérios subjetivos, dentre eles itens como abertura a sugestões, honestidade, realismo, integridade, ética, entendimento do negócio e noção realista de análise de riscos.

Ainda no campo de subjetividade, Clark (2008) sugere que mais características subjetivas podem influenciar a tomada de decisão, ainda que certas oportunidades possam ser descartadas por falhas diversas em apresentações do negócio. Entretanto, existe um senso comum entre os pesquisadores de que, para que se atinja um alto potencial de aceitação para investimento, apenas os critérios subjetivos são pouco suficientes e influenciadores de forma decisiva.

Maxwell et al. (2011), em seu estudo sobre tomada de decisão de IA no *early stage*, no Canadá, fizeram um levantamento dos critérios de decisão abordados na literatura.

O quadro 12 detalha os critérios de decisão de investimento levantados na literatura, bem como sua divisão em macro-dimensões, propostas por Maxwell et al. (2011).

Quadro 12 – Critérios de decisão de investimento em levantados na literatura

Dimensão	Critério de decisão	Autores												
		Bachter and Guild (1996)	Mason and Stark (2004)	Mason and Harrison (2002)	Feeney et al. (1999)	Haines et al (2003)	van Osnabrugge (2000)	Landström (1998)	Haar et al (1988)	Paul et al (2007)	Sudek (2006)	Stedler and Peters (2003)	Mason and Harrison (1996)	Mason and Harrison (2003)
Produto	Interesse/ benefícios	X	X		X		X	X		X	X		X	X
	Status	X	X	X									X	
	Proteção/ patente	X					X	X	X		X	X	X	
	Inovação/ qualidade	X	X	X			X				X	X	X	X
Mercado	Tamanho do mercado	X	X			X	X	X	X		X		X	X
	Engajamento do consumidor	X												
	Potencial de crescimento	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X
	Distribuição	X						X					X	X
	Dinâmica de mercado	X			X		X	X	X		X		X	X
Empreendedor	Experiência	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
	Histórico do empreendedor	X	X		X	X	X	X		X	X		X	
	Paixão/ comprometimento	X	X	X	X	X	X		X		X	X	X	
	Integridade/ honestidade	X		X	X	X	X				X		X	
	Conhecimento tecnológico	X	X				X	X		X	X	X		
Finanças	Expectativas				X	X								
	Rentabilidade real		X	X	X		X				X	X	X	X
	Capitalização/ fluxo de caixa			X	X		X				X	X	X	
	Tamanho do investimento					X		X			X		X	
	Plano de negócios/ apresentação	X	X	X	X			X	X				X	X
	ROI/ valorização		X		X	X	X	X			X	X	X	X
	Liquidez			X	X	X	X	X		X	X	X		X
Investimento	Características da equipe				X			X	X	X	X	X	X	
	Ajustes do empreendedor	X			X	X	X		X	X	X		X	
	Ajustes do negócio		X		X		X	X	X	X	X	X	X	X
	Localização	X					X	X	X	X				
	Fonte de referência	X				X					X		X	
	Co-investimento	X					X	X			X		X	
	Papel do investidor	X			X	X	X	X			X		X	

Fonte: Maxwell et al. (2011), p. 215

A análise do quadro identifica um total de 28 critérios, divididos em cinco dimensões específicas: produto, mercado, empreendedor, finanças e investimento.

Ainda de acordo com o levantamento de Maxwell et al. (2011), os critérios mais citados são o de potencial de crescimento, que refere-se à dimensão de mercado, e o de experiência do empreendedor, dentro da dimensão referente ao empreendedor.

Landström (1998) relata que inúmeros critérios podem ser encontrados na literatura, porém grande parte pode levar outro nome e estar diretamente relacionado a algum critério aqui já citado.

Para Maxwell et al. (2011), “o grande número de critérios identificados, bem como a sua relação com o sucesso ou o fracasso no negócio, podem gerar confusão aos empreendedores, investidores e pesquisadores” (MAXWELL et al., 2011, p. 214).

Landström (1998) complementa esta relação de critérios levantados na literatura afirmando que geralmente apenas alguns critérios são utilizados, e isso depende do perfil, do tipo de investimento e, ainda, de fatores pessoais do investidor.

Em razão desta característica, Roberts (1990) afirma que ainda existe muito campo a ser pesquisado, principalmente acerca da natureza do próprio processo de investimento e de como os vários critérios de decisão são utilizados e têm relevância em diferentes pontos do processo.

Em seu estudo sobre o capital inicial para novos empreendimentos tecnológicos, Roberts (1990) recomendou que "apesar de haver um número crescente de estudos sobre os processos de decisão dos investidores de risco, pesquisa comparável adicional é necessária sobre os critérios de decisão de investidores informais", recomendação que é corroborada por Riding et al. (2007), que diz que:

[...] ainda existe um considerável campo de estudos acerca da natureza dos processos de investimento pessoais, onde os diversos critérios de decisão de investimentos têm diferentes pesos ao longo do processo”. (RIDING et al., 2007, p. 336)

Sendo assim, considerando-se que IA são conhecidos por serem a principal fonte de capital para empresas de base tecnológica em seus estágios iniciais, é importante entender os critérios que eles usam para avaliar esses tipos de empresas.

4 METODOLOGIA

4.1 Método de Pesquisa

Este estudo teve o objetivo de analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups.

Trata-se de uma pesquisa de abordagem qualitativa e de natureza descritiva⁵. Para Goldenberg,

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

A Pesquisa qualitativa se objetiva em identificar significados, motivos, aspirações, crenças, valores e atitudes que dizem de um determinado espaço mais profundo das relações humanas, do desenvolvimento dos fenômenos, e que não podem ser diminuídos a operacionalização de variáveis. Foi inicialmente aplicada nas áreas de sociologia e antropologia, onde a pesquisa qualitativa é muito criticada por seu empirismo, pela subjetividade e pelo envolvimento emocional do pesquisador (MINAYO, 2001, p.14)

Cabe salientar também que a pesquisa qualitativa se foca na busca de adquirir novos fatos, cujo objetivo da amostra é produzir informações apuradas e ilustrativas, seja ela pequena ou grande, e tem por relevância identificar se de fato é capaz de criar novas informações. Para Deslauriers (1991 p. 58) a pesquisa qualitativa retrata que “o conhecimento do pesquisador é parcial e limitado”. Cabe ressaltar que a pesquisa qualitativa se detém em aspectos da realidade que não podem ser alterados, focando-se na compreensão e explicação do contexto das relações sociais.

No espaço natural do método de pesquisa qualitativa, o pesquisador não tem só por objetivo a coleta de dados, também, se colocar como instrumento, por meio dos dados, dos quais serão absorvidos. (REW, BECHTEL, SAPP, 1993; BRITTEN, 1995).

⁵ Quanto aos objetivos (GIL, 2008) relata que a pesquisa Descritiva tem por característica descrever as características de determinadas populações ou fenômenos. Uma de suas peculiaridades está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática. Ex.: pesquisa referente à idade, sexo, procedência, eleição etc..

Através da análise qualitativa, se identificou a necessidade de utilizar um instrumento de análise claro, coeso e fundamentado na literatura internacional como relevante para os fenômenos investigados aqui, destacando-se o referencial teórico de Bardin (1977) que indica a análise de conteúdo como sendo

um conjunto de técnicas de análise de comunicação visando a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a interferência de conhecimento relativos as condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens. (BARDIN,1977 p. 42).

Para a análise de conteúdo, Bardin (1977) ainda relata que são definidas três fases importantes, e seguida neste estudo: - Pré-análise (Organização, leitura flutuante), - Exploração do Material (procedimentos de codificação, classificação e categorização) – Tratamento dos Resultados e Interpretação – (Buscando analisar os resultados brutos, tornando-os relevantes e válidos.

Na primeira etapa desta pesquisa, como forma de investigação e fonte de informações, buscou-se alimentar-se em: informações, referenciais teóricos, dados, em sites, revistas e artigos científicos, teses e dissertações e livros, bem como relato de especialistas, fundamentando e ampliando o conhecimento, aqui descritos e analisados a diante, nesta pesquisa. A partir da primeira etapa foi elaborado um roteiro de entrevista, com perguntas abertas e semi-estruturadas. (apêndices 1 e 2)

Para a elaboração do roteiro de entrevista, contou-se com a análise dos principais teóricos acerca de critérios de investimento em startups, a nível internacional, pelo fato também da pouca produção científica brasileira no tema, dentre eles, Bacher e Guild (1996); Mason e Stark (2004); Feeney et al. (1999); Haines et al. (2003); Van Osnabrugge (2000); Landström (1998); Haar et al. (1988); Paul et al. (2007); Sudek (2006); Stedler e Peters (2003); Mason e Harrison (1996-2003).

Além da análise dos principais teóricos sobre os critérios de decisão de investimento em startups, serviu com base para este trabalho o estudo de Maxwell et al. (2011), onde são identificados, por meio da análise de artigos dos principais teóricos, 28 critérios de decisão de investimento, apresentados, nesta pesquisa, por meio do quadro 12 - Critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

Os critérios relacionados por Maxwell et al. (2011) foram identificados em mais de um artigo, o que possibilitou identificar os critérios mais citados. Desta forma, foram elencados 17 critérios de decisão de investimento como os mais citados nos artigos estudados.

O quadro 13 apresenta os 17 critérios que mais aparecem na literatura, que serviram como base para atingir os objetivos deste trabalho.

Quadro 13 – Critérios de decisão de investimento que mais aparecem na literatura internacional

Dimensão	Critérios	Entendimento
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesses 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 (Bacher e Guild (1996).
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade (Bacher 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 (Bacher e Guild-1996; Mason e Harrison, 2003)
	Potencial de crescimento do mercado	Potencial atrativo de crescimento do mercado (Bacher 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. (Bacher e Guild, 1996).
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	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; Bacher e Guild -1996)
	Histórico do empreendedor	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança (Landström, 1998)
	Paixão e comprometimento do empreendedor	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso. (Sudek, 2006)
	Integridade e confiança no empreendedor	Honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável (Bacher e Gulid, 1996; Feeney et al., 1999)
Financeiro	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), Steedler 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.
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	Possibilidades 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 (Landströn, 1998; Feeney et al., 1999).

Fonte: elaborado pelo autor.

4.2 Definição do universo de pesquisa

Para a segunda etapa deste estudo, buscou-se o contato com associações e grupos de investidores anjo, por meio dos seus respectivos websites⁶. Foram contatados a Anjos do Brasil⁷ e a Gávea Angels⁸, sendo enviado um e-mail solicitando indicações de IA para obtenção dos dados, por meio do questionário citado anteriormente.

Foram encontradas limitações para o acesso aos investidores anjo. A Anjos do Brasil retornou o e-mail com alguns contatos, porém, a Gávea Angels não promoveu resposta, mesmo com nova tentativa de contato por telefone. Outras tentativas de contato foram realizadas, como junto à Endeavor e à ANPROTEC, porém também não foram obtidos contatos para elaboração da amostra.

Sendo assim, por meio da apresentação das limitações em acessar o público de investidores anjo, optou-se por entrevistar também alguns pesquisadores e profissionais com conhecimento e experiência sobre o fenômeno estudado, aqui denominados especialistas, a fim de levantar mais informações e contribuir no desenvolvimento desta pesquisa.

Desta forma, foram entrevistados 5 IA, e 3 especialistas para a composição e obtenção dos dados, onde inicialmente foram encontradas muitas dificuldades, por se tratar de um público de difícil acesso, e devido à pluralidade das atividades desenvolvidas por cada um dos entrevistados.

Após contato com cada um deles, foram agendados, via e-mail e telefone, a realização das entrevistas, de forma presencial, com base em um roteiro de entrevistas, contendo na primeira etapa 26 questões semiestruturadas e para a segunda etapa 1 questão para classificação dos 5 critérios em grau de importância para os entrevistados, aqui destacado como investidores.

Após a coleta de dados com os investidores, seguiu-se com a aplicação das entrevistas com os especialistas, que contou com 21 perguntas semiestruturadas e para a segunda etapa 1

⁶ Em alguns grupos ou associações de anjos, não há telefone para contato, sendo este possível apenas por e-mail via website.

⁷ A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos criada com o objetivo de fomentar o crescimento do investimento anjo para apoio ao empreendedorismo de inovação. Compartilhando conhecimentos, experiências e oportunidades de negócios para investidores anjo e empreendedores e apoiando a formação de redes de relacionamento, buscando ajudar a conectar todos agentes da comunidade empreendedora, pois acreditamos que apenas com a união de todos conseguiremos transformar a nossa sociedade. (ANJOS DO BRASIL, 2011) Site: <http://www.anjosdobrasil.net/> acessado em 20/02/2015

⁸ A Gávea Angels é uma associação privada, sem fins lucrativos, constituída por um número limitado de associados, com o propósito de promover o desenvolvimento de empresas nascentes localizadas, geograficamente, dentro de uma circunferência com raio de 200 km., tendo como centro a cidade do Rio de Janeiro (GÁVEA ANGELS, 2015). Site: <http://www.gaveaangels.org.br> acessado em 20/02/2015.

pergunta para classificação dos 5 critérios em grau de importância para os especialistas. Foram mapeados no total 8 entrevistados ao longo da pesquisa.

A amostragem da coleta de dados se deu por conveniência. Foram solicitados via telefone e e-mail a participação do questionário para 12 entrevistados, onde ao final da pesquisa se alcançou 8 entrevistados, que responderam a pesquisa, gerando um percentual de 67%, considerado satisfatório para a natureza deste estudo.

4.3 Delineamento da pesquisa

Etapas do Trabalho	Tipo trabalho com relação aos objetivos	Natureza da abordagem metodológica	Procedimentos para coleta de dados	Objetivos da etapa
Conhecer os critérios de decisão de IA	Documental	Qualitativa	Análise documental	Identificar os critérios que determinam a decisão de IA em investirem em startups

Analisar os critérios de decisão de IA	Documental	Qualitativa	Entrevista e análise documental	Explorar quais os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups

Analisar a importância dada pelos IA aos critérios de decisão de investimento	Descritiva	Qualitativa	Análise dos Resultados das Entrevistas, por análise de Conteúdo.	Verificar quais os critérios de decisão de investimento considerados de maior importância pelos IA brasileiros

Figura 5 – Delineamento da Pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

4.4 Caracterização da amostra

A população deste estudo abrange IA que atuam no Brasil, e se utilizam de critérios de decisão de investimento para definir em investir ou não em uma empresa startup.

A amostragem deste estudo é dividida em duas partes. A primeira parte da amostra envolve IA e a segunda parte envolve especialistas.

4.4.1 Perfil dos investidores anjo

Dos 8 IA contatados, foi possível realizar entrevistas presenciais com 5. A fim de manter a confidencialidade dos dados, e por serem investidores que, normalmente, optam pelo anonimato, foi possível identificar apenas algumas características, como idade, formação acadêmica, quantidade de investimentos nos últimos 3 anos e tipo ou segmento das empresas investidas.

Os perfis individuais dos entrevistados estão relacionados no quadro 14.

Quadro 14 – Características individuais dos investidores anjo

	Idade	formação acadêmica	Região de investimento	startups que receberam investimentos os últimos 3 anos
Investidor 1	43	Engenharia de Alimentos	São Paulo/SP	6
Investidor 2	44	Administração	São Paulo/SP	3
Investidor 3	53	Engenharia Mecânica	São Paulo/SP	6
Investidor 4	40	Engenharia Química	São Paulo/SP	2
Investidor 5	48	Administração	São Paulo/SP	2

Fonte: elaborado pelo autor.

Em relação à idade dos entrevistados, identificou-se a idade média de 45 anos, prevalecendo o perfil de investidores com menos de 50 anos (quatro investidores).

Observa-se que a idade média dos entrevistados assemelha-se aos resultados apontados na pesquisa “O perfil do investidor anjo no Brasil” (ANJOS DO BRASIL, 2013), onde a idade média dos entrevistados é de 43 anos. Porém, ao contrário da pesquisa da Anjos do Brasil, onde 48% dos entrevistados tinham menos de 40 anos, nesta pesquisa todos eram maiores de 40 anos.

A idade média dos IA entrevistados propõe que tenham um perfil ainda jovem, de profissionais que aceitam correr mais riscos em função de obter maiores lucros futuros.

Já quanto à formação acadêmica, existe a predominância de formados nos cursos de Engenharia (e suas variantes específicas), sendo 3 entre os cinco entrevistados formados em engenharia, e os outros dois na Área de Administração de empresas.

Os entrevistados são pós-graduados, incluindo experiências de estudo no exterior (investidor 5) e mestres em sua área de estudo e atuação (investidor 4).

Todos os IA entrevistados residem e atuam na região de São Paulo/SP, local de concentração dos seus investimentos como anjos.

O perfil profissional dos IA é apresentado no quadro 15.

Quadro 15 – Perfil profissional dos investidores anjo

Investidor	Síntese do Perfil profissional
Investidor 1	Carreira formada no mundo corporativo, atuou com o mercado de bancos e moda. Teve empresa própria por 8 anos e investe como anjo há 10 anos. Atua com grupos de anjos como Anjos do Brasil e Brasil Inovators.
Investidor 2	Carreira formada no mundo corporativo, atuação principalmente no segmento de seguros, teve sua empresa ainda jovem. Atua como investidor há 6 anos, investe isoladamente porém faz parte de uma associação de anjos.
Investidor 3	Investidor com carreira no mundo corporativo, foi empreendedor e atua há três anos como investidor. Participa de um grupo de anjos.
Investidor 4	Mestre em engenharia química, atuou como consultor de empresa na área de gestão administrativa. Foi empresário em empresa da própria família, do ramo químico. Atua como investidor há 5 anos. Não faz parte de associações ou grupos de anjos
Investidor 5	Pós-graduado em Administração, atuou em banking, planejamento e estratégia comercial. Atua também como consultor de estratégia para startups. Atuou em mais de 20 projetos nos últimos 5 anos, investiu em 2 startups.

Fonte: elaborado pelo autor

Os IA entrevistados são profissionais de mercado, com carreiras construídas nas áreas de seguros, bancos e engenharia. Todos, antes de iniciarem sua atuação como investidores, foram empreendedores, individuais ou em sociedade, o que sugere o seu entendimento do processo empreendedor e, conseqüentemente, a necessidade de investimentos por parte dos empreendedores.

A necessidade de sigilo e a característica de atuarem em relativa discrição limitou o levantamento de informações financeiras dos IA, como valores investidos nos últimos anos e a disponibilidade de investimento para os próximos anos.

Quanto a atuação como IA, os entrevistados atuam, em média, há 6 anos como IA. Dos cinco entrevistados, três fazem parte de grupos ou associações de anjos (Anjos do Brasil, Brasil

Inovators e Harvard Business School Angels), sendo que, destes três, dois fazem aportes de capital em grupo, e um deles, por mais que faça parte da associação de anjos, investe individualmente.

4.4.2 Perfil dos especialistas

Como forma de contribuir ao estudo, foram entrevistados especialistas nas áreas de inovação, empreendedorismo e tecnologia. Suas opiniões foram coletadas a fim de agregar informações sobre o objeto de estudo e, assim, contribuir no entendimento dos critérios levantados na literatura.

Foram entrevistados 3 especialistas. O critério para seleção dos especialistas foi baseado em suas formações acadêmicas e suas experiências profissionais. Foram considerados especialistas potenciais entrevistados que apresentaram os seguintes requisitos: titulação acadêmica como especialista ou superior, especialização em áreas como empreendedorismo, inovação ou tecnologia, e experiência com docência ou suporte a docência nas áreas de especialização.

Foram selecionados perfis distintos de especialistas, porém complementares entre si, conforme apresenta o quadro 16.

Quadro 16 – Perfil dos especialistas

	Titulação	Especialização	Experiência
E1	Livre docente em Administração	Empreendedorismo e Planejamento Estratégico	Professor livre docente em Programas de Pós-graduação, Mestrado e Doutorado, possui experiência na área de Administração, com ênfase em Administração Geral, atuando principalmente nos seguintes temas: administração estratégica, planejamento estratégico, empreendedorismo e inovação
E2	Doutor em Administração	Administração	Professor em programas de Pós-Graduação de Mestrado Profissional, na área executiva foi gerente sênior de Inteligência de Mercado da Marco Consultora e foi também Diretor da Praxian Business and Marketing Specialists;
E3	Pós-graduado em Gestão de Habitats de Inovação	Inovação, Empreendedorismo e Gestão Estratégica da Inovação Tecnológica	CEO em Centro de inovação, empreendedorismo e tecnologia. Professor Apoiador do Mestrado e Extensão em Administração, Professor Assistente de Pós Graduação de Inovação, Empreendedorismo e Gestão de Negócios. Atua como Conselheiro do Parque Tecnológico de São José Campos/SP, Atuou como interface entre a indústria de materiais de construção e o Governo Brasileiro, atuando como membro do Grupo designado G7, que estudou e articulou os primeiros documentos para a criação do MERCOSUL

Fonte: elaborado pelo autor. Legenda: E1 = especialista 1; E2 = especialista2; E3 = especialista 3.

Os especialistas apresentam perfis complementares entre si, o que sugere maior contribuição quando abordados critérios por diversas expectativas. Todos são especialistas em áreas correlatas a empreendedorismo e inovação, o que sugere seu conhecimento sobre o processo de decisão de investimento em startups.

A seleção dos especialistas levou em consideração o critério de experiência profissional, onde nota-se experiência em temas como administração estratégica, planejamento estratégico, empreendedorismo, inovação, inteligência de mercado, gestão estratégica da inovação tecnológica e gestão de habitats de inovação.

4.5 Coleta de dados

Como forma de se efetivar a coleta de dados deste trabalho, foi realizada uma entrevista com perguntas sobre cada critério de decisão de investimento previamente levantado na literatura. Gil (1999, p. 117) conceitua a entrevista como “uma forma de interação social. Mais especificamente, é uma forma de diálogo assimétrico, em que uma das partes busca coletar dados e a outra se apresenta como fonte de informação”.

As vantagens e limitações da entrevista como coleta de dados são apresentados por Gil (1999) e Marconi e Lakatos (2003), conforme destacado no quadro 17.

Quadro 17 – Vantagens e limitações da entrevista

Vantagens	Limitações
oferece flexibilidade, pois o entrevistador pode esclarecer o significado das perguntas e adaptar-se mais facilmente às pessoas e às circunstâncias em que se desenvolve a entrevista;	geralmente ocupa muito tempo;
há possibilidades de conseguir informações mais precisas, podendo ser comprovadas, de imediato, as discordâncias	inadequada compreensão do entrevistado do significado das perguntas;
possibilita a obtenção de dados referentes aos mais diversos aspectos da vida social, como também a obtenção de dados em profundidade acerca do comportamento humano	influência exercida, consciente ou inconscientemente, pelo pesquisador, devido ao seu aspecto físico, suas atitudes, ideias, opiniões, etc.;
os dados obtidos são suscetíveis de classificação e de quantificação.	inabilidade ou mesmo incapacidade do entrevistado para responder adequadamente

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Gil (1999) e Marconi e Lakatos (2003)

O roteiro para as entrevistas foi elaborado a fim de atender aos objetivos deste estudo, sendo assim, foi elaborado em três etapas distintas: questões sobre o perfil dos entrevistados, questões sobre a importância dos critérios levantados na literatura, e classificação dos

critérios pelos entrevistados. A figura 6 ilustra a o roteiro elaborado para as entrevistas e os dados a serem levantados em cada etapa.

Figura 6 – Etapas das entrevistas

Fonte: elaborado pelo autor.

As primeiras perguntas da entrevista foram elaboradas a fim de buscar-se informações sobre o perfil dos entrevistados. Além do levantamento do perfil dos entrevistados, foram elaboradas questões sobre os motivos e as dificuldades encontradas por IA para investirem em startups.

A partir da base teórica levantada acerca dos critérios de decisão de investimento, foram elaboradas questões sobre a importância dada pelo entrevistados aos critérios de decisão de investimento em startups.

Por fim, como forma de atingir ao objetivo de verificar quais os critérios de decisão de investimento considerados de maior importância pelos IA brasileiros, foi solicitado que os entrevistados classificassem os cinco critérios mais importantes por eles considerados.

Desta forma, foi possível confrontar as informações do referencial bibliográfico internacional com os resultados das entrevistas junto aos IA brasileiros, o que possibilitou atingir o objetivo de analisar se os critérios identificados em estudos internacionais correspondem à prática adotada na realidade brasileira.

4.6 Pré-teste

Conforme Lakatos e Marconi (2003), os instrumentos de pesquisa utilizados em estudos necessitam de uma validação prévia, a qual pode demonstrar elementos como a realidade dos dados, objetivando obter os mesmos resultados independente de quem aplica a pesquisa; a validade, uma vez que é necessário verificar se todos os dados necessários à pesquisa são contemplados no instrumento de pesquisa; e conforme os autores, a operatividade, a fim de se analisar a facilidade de entendimento e clareza de cada questão.

Para Gil (2002) a aplicação de um pré-teste é necessária como forma de:

[...](a) desenvolver os procedimentos de aplicação; (b) testar o vocabulário empregado nas questões; e (c) assegurar-se de que as questões ou as observações a serem feitas possibilitem medir as variáveis que se pretende medir. (GIL, 2002, p. 132).

Desta forma, o pré-teste foi aplicado junto a 2 entrevistados, professores nas áreas de empreendedorismo e inovação tecnológica.

Como forma inicial de entrevista, foi entregue aos entrevistados um quadro com a relação de critérios de decisão de investimento e a definição operacional de cada critério. Observou-se que, a cada pergunta sobre a importância dos critérios levantados na literatura, era necessário que os entrevistados parassem para ler a definição do critério, o que dificultava o andamento da entrevista e gerava pausas para entendimento dos critérios.

Desta forma, como melhoria apontada, foi inserida a definição operacional de cada critérios junto das questões elaboradas para entrevista. Desta forma, quando realizadas as perguntas, os critérios eram lidos junto das questões, o que facilitou o entendimento pelos entrevistados.

4.7 Análise dos resultados

Para a efetivação da análise qualitativa dos resultados, foi necessária a utilização de uma forma clara, coesa e fundamentada na literatura como relevante para as informações coletadas. Pela natureza não probabilística desta pesquisa, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo de Bardin (1977), que indica a análise de conteúdo como sendo:

um conjunto de técnicas de análise de comunicação visando a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a interferência de conhecimento relativos as condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens. (BARDIN, 1977 p. 42)

Para a análise do conteúdo, conforme destaca Bardin (1977), são necessárias três fases: Pré-análise (organização, leitura flutuante), Exploração do Material (procedimentos de

codificação, classificação e categorização) e Tratamento dos Resultados e Interpretação (buscando analisar os resultados brutos, tornando-os relevantes e válidos).

Bardin (1977), refere-se à etapa de pré-análise da seguinte forma:

é a fase de organização do estudo propriamente dito. Corresponde a um período de intuições, mas, tem por objetivo tornar operacionais e sistematizar as ideias iniciais, de maneira a conduzir a um esquema preciso do desenvolvimento das operações sucessivas, num plano de análise”. (BARDIN, 1977, p. 95)

Ainda segundo Bardin (1977), a pré-análise pode ser composta pela escolha dos documentos, pela análise flutuante dos documentos e pela formulação de hipóteses ou objetivos.

Sendo assim, na etapa de pré-análise, foram selecionadas e transcritas todas as entrevistas realizadas, a relação dos critérios de decisão de investimentos levantados na literatura e sua definição, bem como o referencial teórico estudado previamente.

Para análise das entrevistas, foi realizada uma leitura flutuante, como forma de se entender o texto e de possibilitar as primeiras impressões. A partir das impressões, foi possível seguir para a etapa de exploração do material.

Para exploração do material, foi realizada a codificação das entrevistas. Como unidade de registro foi seguida a temática, ou seja, a utilização de recortes estruturados dos textos, como frases, frases compostas, resumos ou frases condensadas.

O uso do tema como unidade de registro neste trabalho é justificada por Bardin (1977) quando:

[...] o tema é utilizado como unidade de registro para estudar motivações de opiniões, de atitudes, de valores de tendências, etc.. As respostas a questões abertas, as entrevistas, individuais ou de grupo, de inquérito e de psicoterapia, os protocolos de teses, as reuniões de grupos ou psicodramas, as comunicações de massa, etc., podem ser, e são frequentemente analisados usando o tema como base. (BARDIN, 1977, p. 106).

Para categorização dos conteúdos, buscou-se organizar os recortes conforme a sua relação de importância com os critérios de decisão de investimento levantados na literatura. Sendo assim, foram transcritos os trechos destacados das entrevistas de cada entrevistado, e analisados em relação à importância dada ou não ao critério de decisão de investimento analisado.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

Na primeira parte desta seção (5.1) são apresentadas as informações de investimento dos participantes entrevistados, bem como são levantados os motivos e dificuldades encontradas pelos IA para investirem em startups.

Posteriormente (5.2) são analisados os resultados da análise de conteúdo, de forma qualitativa, para cada uma das respostas apresentadas nas entrevistas, em consonância aos critérios de decisão de investimento levantados na literatura internacional.

Conforme detalhado na metodologia, para cada critério foram entrevistados 5 IA e 3 especialistas. Apesar de a comparação com os estudos internacionais abranger apenas as respostas dos IA, por meio das entrevistas junto aos especialistas busca-se agregar mais informações sobre os critérios de decisão de investimento.

A análise das respostas dos especialistas pode contribuir para o enriquecimento do tema deste trabalho, bem como enriquecer a importância dos critérios de decisão de investimento pelo comparativo entre especialistas e IA.

No item 5.3 são apresentadas as análises entre os critérios de decisão de investimento e seu grau de importância dado pelos entrevistados.

5.1 Características de investimento

Como forma de levantar informações sobre os investimentos em startups já realizados pelos IA, estes foram questionados acerca da quantidade de startups que receberam seus investimentos nos últimos 3 anos, aqui apresentados pelo Gráfico 3.

Gráfico 3 – Quantidade de startups que receberam capital por investidor anjo nos últimos 3 anos

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico 3 demonstra que os investidores 1 e 3 investiram, no período de 3 anos, em 3 vezes mais empresas do que os outros IA analisados.

Observou-se, nas entrevistas, que estes dois IA (investidores 1 e 3) fazem parte de grupos ou associações de IA, que, por suas características, acabam por analisar, para investir, uma maior quantidade de negócios do que os IA que atuam isoladamente.

O fato de participarem de grupos ou de associações de IA, pode, então, surgir como uma das razões pelas quais investiram mais que os outros IA analisados (investidores 2, 4 e 5).

Outro fator levantado na pesquisa diz respeito à área ou segmento das startups que receberam investimento. O quadro 18 demonstra o segmento das startups que receberam investimento e a área de formação acadêmica dos IA entrevistados.

Quadro 18 – Segmento das startups que receberam investimento

Investidor	Segmento da startup	Área de formação
Investidor 1	moda, gestão, estacionamento, educação.	Engenharia de alimentos
Investidor 2	Seguros e serviços massificados distribuído como afinidades.	Administração
Investidor 3	assinatura digital sem fazer uso de certificado digital, CRM, Turismo fazendo uso de tecnologia, educação, gestão de informação.	Engenharia Mecânica
Investidor 4	consultoria e gestão em segurança do trabalho e a na área de equipamentos para lavagem e recicladores de solventes.	Engenharia Química
Investidor 5	Serviços financeiros e educação.	Administração

Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se verificar, conforme demonstra o quadro 18, que existe uma diversidade no segmento das startups que receberam investimento, incluindo segmentos de moda, serviços financeiros, educação e turismo, que são bem distintos entre si.

Entretanto, observa-se durante as entrevistas que, mesmo com a existência dessa diversidade dos segmentos das startups que receberam investimento startups, boa parte das startups oferecem serviços por meios tecnológicos, sejam sites, aplicativos ou negócios virtuais. Esta informação corrobora a característica das empresas de base tecnológica startups (Mason e Harrison - 1996; Bacher e Guild – 1996; Feeney et al. – 1999), que caracterizam-se por terem seu potencial inovativo relacionado à tecnologia.

A exceção ao investimento em uma startup relacionada a aplicativos e negócios virtuais está no investidor 4, com formação em engenharia química, e que investe em uma empresa que têm relação direta com sua formação, fabricante de máquinas para reciclagem de solventes.

Como veremos abaixo, a motivação do investidor 4, em investir em negócios onde haja “confiabilidade na pessoa técnica”, pode explicar o motivo de investir em uma *startup* onde o principal produto não tem relação com o mercado de internet, mas sim com seu conhecimento técnico e experiência.

Ocorre que, quando se trata do papel do investidor dentro da *startup*, sua formação acadêmica pode vir a ser relevante, assim como sua experiência. Conforme destacado por Liu (2000),

Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa. (LIU, 2000, p.2).

A abordagem de Liu (2000) demonstra que, quando o papel do IA supera a barreira de ser apenas um investidor e entra no papel da gestão do negócio, tanto sua formação quanto sua experiência podem ser consideradas relevantes.

Ainda em relação ao segmento das startups que receberam investimentos, levantou-se a quantidade de investimentos por segmento da startup, conforme demonstra o gráfico 4.

Gráfico 4 – Segmento das startups que receberam investimento

Fonte: elaborado pelo autor.

Pelo gráfico 4 é possível verificar uma concentração maior nas áreas de educação e de gestão, estando os outros investimentos diversificados em outras áreas de atuação.

Esta informação sugere um alinhamento à pesquisa “O perfil do investidor anjo no Brasil” (ANJOS DO BRASIL, 2013), onde 54% dos entrevistados tinham interesse em investir em negócios da área da educação.

Apesar de considerarem em suas análises diversos investimentos, todos os entrevistados ressaltaram não haver uma frequência de investimentos, sendo estes efetivados conforme a oportunidade que aparece. Esta constatação corrobora a informação de que “investidores de venture capital não buscam investimentos, eles esperam pelos negócios virem até eles”. (FRIED e HISRIC, 1994, p. 31)

Ainda em relação ao perfil dos investidores, a fim de buscar maiores informações sobre o seu processo de decisão de investimento, foram questionados os motivos que levaram estes investidores a injetarem seu capital em uma startup. As respostas foram dadas à seguinte questão: “Quais foram os motivos que o levaram a investir em uma startup?”.

As respostas foram sintetizadas conforme já detalhado nos procedimentos metodológicos, dos quais resultaram as unidades de registro conforme demonstra o quadro 19.

Quadro 19 – Motivos de investimento em startups

Motivos que levaram os investidores a investir em startups	
Investidor 1	"time completo", "modelo de negócio", "potencial de crescimento", "escalabilidade", "indicações"
Investidor 2	"potencial de crescimento"
Investidor 3	"investir em negócios já validados que tenham dado resultado, um resultado inicial"
Investidor 4	"confiabilidade na pessoa técnica"; "o investidor entra muito mais numa visão de administrador do que propriamente de ser um suporte técnico"
Investidor 5	"A questão da ideia e do <i>“timing”</i> da ideia são pontos importantes"; "tem a questão de quem que tá tocando, então não só a sinergia e a cumplicidade dentro do time é importante, mas também a química com quem tá investindo"; "por fim eu vejo o estágio do negócio"

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas acerca dos motivos pela qual os IA têm para investirem em startups, demonstradas no quadro 19, apresenta divisões que podem estar relacionadas às cinco dimensões propostas inicialmente por Maxwell et al. (2011): Produto, Mercado, Empreendedor, Financeiro e Investimento⁹.

Para facilitar a visualização da relação existente entre as respostas dos entrevistados e as dimensões e os critérios de decisão de investimento levantadas na literatura, foi elaborado o quadro 20.

⁹ Nota do autor: as dimensões e os critérios levantados na literatura estão apresentadas neste trabalho no quadro 12 - Critérios de decisão de investimento em pesquisas anteriores

Quadro 20 - Relação entre os motivos de investimento e as dimensões dos critérios de investimento

Dimensões	Critérios	Citações dos entrevistados
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	"modelo de negócio"
	Inovação e qualidade do produto/serviço	"A questão da ideia e do "timing" da ideia são pontos importantes"
Mercado	Potencial de crescimento do mercado	"potencial de crescimento" ¹⁰ , "escalabilidade"
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	"time completo"; "confiabilidade na pessoa técnica"
	Integridade e confiança no empreendedor	"tem a questão de quem está tocando, então não só a sinergia e a cumplicidade dentro do time é importante, mas também a química com quem tá investindo"
Financeiro	Rentabilidade real	"investir em negócios já validados que tenham dado resultado, um resultado inicial"; "por fim eu vejo o estágio do negócio"
Investimento	Papel do investidor no negócio	"o investidor entrar muito mais numa visão de administrador do que propriamente de ser um suporte técnico"

Fonte: elaborado pelo autor.

Verifica-se, com base no quadro 20, que todas as dimensões propostas por Maxwell et al. (2011) estão presentes nas respostas dos IA entrevistados.

Ainda que nem todos os critérios apareçam, observa-se que as dimensões de Empreendedor e de Produto destacam-se, o que reforça os resultados encontrados por Feeney et al. (1999), de que os investidores são mais propensos a investir em oportunidades em que os atributos do empreendedor e do negócio são mais presentes.

Antes de analisar os motivos levantados por cada investidor, elaborou-se o quadro 21, que demonstra a relação dos motivos citados por cada um dos entrevistados com cada uma das dimensões levantadas por Maxwell et al. (2011).

¹⁰ O potencial de crescimento citado por dois entrevistados.

Quadro 21 – Relação dos motivos de investimento com as dimensões dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura

Investidor	Motivos citados pelos entrevistados	Produto	Mercado	Empreendedor	Financeiro	Investimento
Investidor 1	time completo			X		
	modelo de negócio	X				
	potencial de crescimento		X			
	escalabilidade		X			
Investidor 2	potencial de crescimento		X			
Investidor 3	investir em negócios já validados que tenham dado resultado, um resultado inicial				X	
Investidor 4	confiabilidade na pessoa técnica			X		
	o investidor entra muito mais numa visão de administrador do que propriamente de ser um suporte técnico					X
Investidor 5	A questão da ideia e do “timing” da ideia são pontos importantes	X				
	tem a questão de quem que tá tocando, então não só a sinergia e a cumplicidade dentro do time é importante, mas também a química com quem tá investindo					X
	o estágio do negócio				X	

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no quadro 21, pode-se observar que o investidor 1 não cita motivos relacionados às dimensões Financeira e Investidor. Sua ênfase recai sobre aspectos relacionados ao empreendedor, ao mercado e ao produto em si.

A análise da resposta do investidor 1 propõe que não apenas o empreendedor é importante no negócio, mas também, nas palavras do investidor 1, “ter um time, para, mim faz a diferença”.

Quando cita motivos relacionados ao mercado e ao produto, pode-se verificar que sua ênfase se dá à escalabilidade do negócio, uma vez que, por atuar em um time de investidores, este investidor busca retornos mais rápidos.

Em relação aos investidores 2 e 3, que citaram apenas um motivo cada, observa-se que, para o investidor 2, o retorno sobre o que investiu é fundamental. Quando cita que busca analisar o potencial de crescimento, relaciona isso com uma possível saída do negócio, o que tem relação direta com o critério de Liquidez, a ser analisado mais à frente neste trabalho.

Já para o investidor 3, é importante que exista avaliação do negócio antes do investimento. Este investidor atua também auxiliando startups na modelagem do negócio, até o momento

em que estejam aptas a buscar recursos no mercado. Sua atuação, desta forma, pode propor a razão pela qual valoriza a validação do negócio.

Os motivos citados pelo investidor 4 propõem relação direta com sua formação. Por ser engenheiro mecânico, busca no empreendedor uma pessoa técnica, que garanta o produto ou serviço a qual investirá. Outro motivo levantado, relacionado ao papel do investidor, sugere o complemento do anterior, uma vez que, ao ter um profissional técnico confiável, seu papel no negócio fica sendo de administrador.

5.2 Dificuldades encontradas para investir em startups

Antes de entrar em outro objetivo específico deste trabalho, de verificar quais os critérios de decisão de investimento em startups mais utilizados e os considerados de maior importância pelos IA brasileiros, foram levantados indicadores que apontam as dificuldades de se investir em uma startup, e a importância dada pelos entrevistados à inserção de critérios de decisão no processo de investimento em uma startup.

Quando questionados sobre as dificuldades de se investir em uma startup, foram citados pelos entrevistados termos que têm relação direta com os critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

No quadro 22 podem ser observados os principais termos chave citados pelos entrevistados.

Quadro 22 – Dificuldades para investir em uma startup

Investidor	Citações	termos-chave
Investidor 1	Falta de estratégia, falta de visão do empreendedor em relação ao negócio, ego do empreendedor	"falta de estratégia"; "falta de visão"; "ego do empreendedor"
Investidor 2	"dificuldade estrutural principalmente a parte jurídica, contábil e financeira do investimento, que não está previsto em legislação"	"dificuldade estrutural"
Investidor 3	Não receber as informações apropriadas. Falta ou ausência de informações muitas vezes torna difícil a tomada de decisão	"informações apropriadas"
Investidor 4	"tem um grande paradigma que é do "sempre foi assim"...dificuldade em quebrar esses paradigmas, entrar com uma nova gestão, consolidar essa nova gestão sem ter muitos conflitos"	"dificuldade em quebrar paradigmas"
Investidor 5	"a principal questão é: será que vai dar certo?, é uma pergunta que se abre em alguns pontos importantes, por exemplo, a questão da ideia, se é uma ideia relevante e se ela tá no "timing" adequado"	"será que vai dar certo?"; "ideia relevante"; "timing adequado".

Fonte: elaborado pelo autor.

O Investidor 1 cita, basicamente, dificuldades relacionadas ao empreendedor, à sua visão de negócio e seu ego. Este mesmo investidor 1, quando questionado, anteriormente, sobre os motivos que o direcionam a investir em uma startup, relacionou o “time completo” como um dos motivos, o que pode propor uma complementariedade entre o que o motiva e suas dificuldades encontradas na análise do investimento.

Já para o investidor 2, pelas dificuldades apontadas, observa-se uma preocupação com questões legais e estruturais do negócio, como o pagamento excessivo de impostos e, em razão disso, a dificuldade de encaixar-se na legislação como investidor. Segundo este investidor, “se eu entrar no contrato social eu tiro ela (a startup) do simples, porque a soma do faturamento das empresas que eu participo fará com que fique acima do teto do simples, então se eu entrar no contrato social, eu já furo a empresa”.

As dificuldades apontadas pelo investidor 3 relacionam-se a dificuldades de informação fornecidas para análise. Em suas respostas, este investidor demonstrou aptidão a atuar na mentoria de novas startups, relatando a necessidade destas se estruturarem antes de buscarem investidores. Isso propõe sua preocupação com esta dificuldade, em razão de atuar nesta etapa de formação das startups.

Esta dificuldade de informação, apontada pelo investidor 3, é relacionada também em outros estudos realizados fora do Brasil, onde dentre os critérios encontrados para rejeitar uma proposta de negócio, foram observadas dificuldades pela “insuficiência de informações”; “indefinição do mercado”, “mercado não definido” e “informações mal escritas, incompletas ou planos de negócio vagos”. (MASON e HARRISON, 2003, p. 36)

Para o investidor 4, as dificuldades apresentadas referem-se à dificuldade em quebrar-se paradigmas, ou seja, a mudança, conforme citado pelo entrevistado, da cultura do “sempre foi assim”.

Esta dificuldade têm relação direta com um dos critérios de decisão de investimento levantado na literatura, o de “abertura a ajustes pelo empreendedor”, citado, entre outros, por Bacher e Guild (1996), van Onsabrugge (2000) e Sudek (2006). A análise dos autores propõe que esta dificuldade seja definida como *possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos*¹¹.

¹¹ Nota do autor: adaptado de Bacher e Guild (1996), van Onsabrugge (2000) e Sudek (2006).

A dificuldade citada pelo investidor 5 refere-se à relevância da ideia e ao momento em que o produto é lançado no mercado. Esta dificuldade propõe que o investidor dá ênfase aos atributos relacionados ao produto, e reforça os motivos por ele levantados para investir em uma startup (ideia e timing da ideia, estágio do negócio).

As dificuldades relatadas pelo investidor 5 são encontradas também na literatura internacional, pela citação de investidores que relatam que buscam, nos critérios essenciais do negócio, “acreditar que o produto ou serviço seja novo (inovador) e possa realmente entrar no mercado”. (FEENEY et al., 1999, p. 140)

Ainda em relação ao quadro 22, é possível identificar relações diretas com 4 das 5 dimensões dos critérios de decisão levantados na literatura, sintetizados por Maxwell et al. (2011) conforme descreve o quadro 12.

A relação entre as dificuldades apresentadas pelos entrevistados e as dimensões dos critérios de decisão é apresentada pela figura 7.

Figura 7 – Relação das dificuldades de investimento e as dimensões dos critérios de decisão de investimento

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao efetivar-se comparação das dificuldades citadas pelos IA às dimensões propostas por Maxwell et al. (2011), conforme demonstra a figura 7, identifica-se a predominância de termos relacionados, principalmente, ao empreendedor e ao produto.

Da mesma forma que aparecem como referência das dificuldades encontradas para se investir, as dimensões Empreendedor e Produto são as mais presentes quando citados, pelos IA brasileiros, os motivos principais para investirem em startups.

Nota-se, desta forma, a tendência dos IA brasileiros a analisarem e darem maior ênfase a critérios relacionados ao empreendedor e ao produto em si.

A presença destas dimensões reforça o estudo de Feeney et al. (1999), onde a análise dos investidores revelou que as dificuldades percebidas estavam divididas em duas categorias: atributos do empreendedor e atributos do negócio.

As dificuldades apresentadas pelos IA brasileiros reforçam, também, os resultados de Mason e Harrison (1994) no Reino Unido, e de Riding et al. (1997) no Canadá, onde, em suas pesquisas, as principais dificuldades encontradas pelos IA estavam no gerenciamento do time de negócios, relacionado diretamente ao empreendedor e seu time. Segundo os autores, este seria um dos principais motivos pela rejeição a investir em startups analisadas.

5.2.1 Dificuldades encontradas para investir em startups – análise dos especialistas

A fim de contribuir na análise da importância dos critérios de decisão de investimento, foram entrevistados especialistas para que pudessem expor sua visão acerca das dificuldades encontradas pelos IA na hora de investirem em uma *startup*.

A síntese das respostas é apresentada no quadro 23.

Quadro 23 – Dificuldades para investir - especialistas

Especialista	Citações
Especialista 1	"O que acontece com a empresa iniciante é que o investimento é muito inseguro. Às vezes a pessoa ainda está com uma ideia que não está organizada, não está ainda com faturamento ,então isso dificulta muito a decisão do investidor, porque uma coisa é você investir numa empresa que já está faturando, outra coisa é você apostar em alguma coisa que você sabe que está embrionário ainda"
Especialista 2	"de um modo prático o empreendedor sabe uma porção de coisas e o Investidor Anjo não sabe, então tem uma simetria de informação, a segunda coisa refere-se a camada humana que eu daria com mais destaque, que é que o empreendedor seja de confiança basicamente, humanamente capaz do ponto de vista profissional, ético, de liderança, de capacidade de fazer as coisas acontecerem"
Especialista 3	"O investidor anjo quer ver o comprometimento do empresário com o negócio, se 24 horas do dia ele pensa a "Startup", ou se ele toca 2, 3 negócios e aquilo é um "bico". Então eu acho que o que define em primeiro lugar é aquela paixão que a turma fala, é olho no olho que ele ganha no brilho dos olhos, é ver o comprometimento do empresário. O segundo que vai bem juntinho, esse empresário está sozinho ou tem time? Porque nem o investidor anjo quer investir em uma empresa de um cara só"

Fonte: elaborado pelo autor

Com base no quadro 23, é possível notar similaridade nas dificuldades de investimento apontadas nas respostas dos especialistas 2 e 3. Enquanto os especialistas 2 e 3 falam de características relacionadas ao empreendedor, o especialista 1 cita dificuldades relacionadas ao risco do negócio e ao estágio da *startup*.

A similaridade nas respostas dos especialistas 2 e 3, pode ser analisada por meio dos seguintes trechos das entrevistas:

“a segunda coisa refere-se a camada humana que eu daria com mais destaque, que é que o empreendedor seja de confiança basicamente, humanamente capaz do ponto de vista profissional, ético, de liderança, de capacidade de fazer as coisas acontecerem” (especialista 2)

“Então eu acho que o que define em primeiro lugar é aquela paixão que a turma fala, é olho no olho que ele ganha no brilho dos olhos, é ver o comprometimento do empresário” (especialista 3)

Nota-se que os investidores 2 e 3 citam dificuldades relacionadas com alguns critérios de decisão de investimento identificadas na literatura, como Comprometimento, Integridade, Liderança e Ética do empreendedor, critérios encontrados dentro da dimensão “Empreendedor” de Maxwell et al. (2011).

Ainda que seja possível observar a similaridade nas respostas dos especialistas 2 e 3, observa-se outras dificuldades apontadas por estes especialistas, como a simetria de informações (especialista 2), e o time do negócio (especialista 3).

Já em relação ao especialista 1, é possível observar que, na sua opinião, a dificuldade encontrada pelos IA na hora de investir em uma startup está relacionada à característica de, normalmente, a empresa ainda estar em um estágio embrionário, ou seja, com a ideia ainda em organização.

Nota-se que, para o especialista 1, por mais que o investimento em startups seja caracterizado como um investimento de risco, o fato de não ter garantias de um faturamento ou até mesmo da entrada do produto/serviço no mercado ainda acaba sendo um inibidor ao aporte de capital pelos IA.

Quando comparamos as dificuldades apontadas pelos especialistas com as dificuldades apontadas pelos IA, nota-se similaridade nas respostas, pelo fato de boa parte das dificuldades estarem relacionadas a características dos empreendedores. Esta similaridade pode ser observada por meio da figura 8.

Figura 8 – Similaridade das dificuldades apresentadas entre investidores anjo e especialistas

Fonte: elaborado pelo autor

A figura 8 demonstra que, por mais que tenham citado dificuldades distintas, tanto os IA quanto os especialistas dão ênfase a dificuldades relacionadas ao empreendedor.

A similaridade quanto às dificuldades apresentadas sugere que as características do empreendedor são itens que podem ser considerados críticos pelos entrevistados, e que podem ser critérios importantes a serem analisados antes do investimento em uma *startup*.

5.3 Importância dos critérios de decisão de investimento

Após a análise das principais dificuldades encontradas pelos IA na hora de investirem em uma startup, estes foram questionados acerca da importância dada à inserção de critérios de decisão de investimento no processo de decisão por investirem em uma startup.

As respostas foram dadas à seguinte questão: Como você vê a inserção de critérios específicos no processo de decisão de investimento em um novo negócio?

O quadro 24 apresenta os resultados das respostas.

Quadro 24 – Importância do uso de critérios no processo de decisão de investimento

Investidor	Citações
Investidor 1	“critérios do tipo empreendedor, T.I., escalabilidade, dependendo do segmento, educação, alguns segmentos que crescem mais no país sim, até acho que dá pra fazer critério, mas se for começar a ficar muito específico eu não acredito não, principalmente porque as empresas são pequenas, e o empreendedor não vai nem conseguir chegar nisso”
Investidor 2	“primeiro tem os modelos financeiros, então tem lá uma modelagem financeira do negócio, tem muito chute no meio de modelagem”; “se você quiser criar um algoritmo pra criar a decisão ou não decisão, eu acho que tem que financeiramente fazer sentido”; “a oportunidade também tem que ter um deságio em relação a aquilo que a gente acha que vale”
Investidor 3	“desde o início do primeiro investimento que eu fiz junto com o grupo de anjos, há três 3 anos atrás, a gente já utilizou de critérios não foi só <i>“feeling”</i> ”.
Investidor 4	indicadores e avaliação isso é necessário sim. Por exemplo, você vê os indicadores acha que é isso e fala "Ah não, talvez não seja tudo isso", mas você acredita que você vai conseguir fazer a coisa mais rápida. Mas os indicadores são necessários sim
Investidor 5	“Eu pessoalmente considero fundamental o investidor, ou um grupo de Anjos ou o fundo, ter uma tese bem definida, ou seja, os critérios estarem escritos, estarem combinados”; “permite ganhar tempo pra todo mundo, tanto pra empresa <i>Startup</i> como pro investidor, você consegue, com isso, por exemplo, não ficar analisando projetos que estão fora do seu escopo”; “Tudo isso são critérios que eu acho muito importante serem definidos antes”.

Fonte: elaborado pelo autor

Observou-se, na análise das respostas, que a maioria dos entrevistados destaca ser importante a inserção e o uso de critérios no processo de decisão de investimento.

Apesar de darem ênfase à importância do uso de critérios de decisão de investimento, foram destacados pelos entrevistados algumas particularidades que podem se tornar dificuldades ao uso de critérios no processo de decisão, como a restrição ao uso de critérios quando estes sejam muito específicos.

Esta restrição ao uso de critérios no processo de decisão de investimento pode ser verificada na resposta do Investidor 1, que diz que: “se for começar a ficar muito específico eu não acredito”; bem como pelo Investidor 2, que, ao citar questões financeiras, relata que “tem muito chute no meio de modelagem”, e que “se você quiser criar um algoritmo pra criar a decisão ou não decisão, eu acho que tem que fazer sentido financeiramente”.

Ainda que existam estas restrições nas falas dos entrevistados, verifica-se uma tendência à aceitação e ao uso de critérios na decisão de investimento em startups. Em suas respostas, os investidores 3, 4 e 5 relatam que o uso é fundamental e necessário.

5.3.1 Importância dos critérios de decisão de investimento – análise dos especialistas

Como forma de agregar mais informações acerca da importância da inserção dos critérios de decisão no processo de investimento de um IA em um startup, buscou-se entender, também, a opinião dos especialistas.

Desta forma, o quadro 25 a importância citada pelos especialistas.

Quadro 25 - Importância do uso de critérios no processo de decisão de investimento – especialistas

Especialista	Citações
Especialista 1	"isso seria uma coisa muito boa, porque me colocando na posição do investidor anjo, esses critérios ficam muito subjetivos".
Especialista 2	"Como necessários, mas com cuidado da adequação caso a caso, quando a gente pensa em critérios pra tomada de decisão em geral eles podem receber diferentes importâncias, ou pesos, e aí eu tenho um pouco de receio se a gente consegue chegar a tanta quantidade de casos num modelo que seja com um peso que se adequem a todos "
Especialista 3	"Não existe, é aleatório demais, solto demais. É um conjunto de fatores. Tem uma subjetividade incrível nesses critérios, cada caso é um caso e o investidor vem aqui pensando em investir em T.I. se apaixona por uma área de nanotecnologia e vai investir numa empresa de nanotecnologia, porque o empresário era competente"; "não existe critérios pelos quais esses investidores são norteados, é o dia a dia, a empatia com o time que está na bancada, mas é principalmente aquilo que seria um terceiro critério se a gente fosse elencar por importância em perceber que o discurso do cara que é o dono da empresa bate com a bancada de desenvolvimento"

Fonte: elaborado pelo autor

A análise das respostas dos especialistas mostra que existe distinção entre o seu entendimento sobre o uso de critérios de decisão pelos IA. Observa-se que os especialistas 1 e 2 concordam sobre a importância do uso de critérios para se definir um investimento em uma startup, enquanto o especialista 3 discorda deste uso.

A análise da resposta do especialista 3 sugere que, na sua visão, o uso de critérios pelos IA é difícil de ser aplicado, por ser um processo aleatório e de análise caso a caso. Entende-se que, para este especialista, não é possível um padrão de investimento. Esta inexistência de padrão de investimento pode ser observada pelo seguinte trecho da entrevista:

"não existem critérios pelos quais esses investidores são norteados, é o dia a dia, a empatia com o time que está na bancada". (especialista 3)

Ao contrário do que cita o especialista 3, para o especialista 1, o uso de critérios pode tornar a decisão de investimento um processo menos subjetivo. Apesar de discordarem quanto ao uso dos critérios, ambos os especialistas acabam por concordar em relação à subjetividade do processo de decisão de investimento, como mostram os trechos das respostas transcritos abaixo:

“Tem uma subjetividade incrível nesses critérios, cada caso é um caso”. (especialista 3)
“isso seria uma coisa muito boa, porque me colocando na posição do investidor anjo, esses critérios ficam muito subjetivos”. (especialista 1)

Já para o especialista 2, o uso de critérios é apontado como necessário, porém com ressalvas ao número e à importância dos critérios a serem utilizados.

Quando o especialista 2 cita a importância e o peso de cada critério, entende-se que, para ele, os critérios analisados podem ser considerados com maior ou menor impacto na decisão de investimento.

Ao comparar as respostas dos especialistas e dos IAs, observa-se que, nos especialistas, assim como nos IAs, não há consenso geral sobre o uso de critérios no processo de decidir por investir em uma startup.

Quando cita a dificuldade no uso de critérios para decisão de investimento, o especialista 3 assemelha-se aos investidores 1 e 2, que colocam algumas restrições ao uso dos critérios, como deixar o processo específico demais.

Já os especialistas 1 e 2 apresentam similaridade quando comparados às respostas dos investidores 3, 4 e 5. Esta similaridade está relacionada à importância do uso dos critérios de decisão no processo de investimento, e pode ser observada por meio dos seguintes trechos das entrevistas:

“desde o início do primeiro investimento que eu fiz junto com o grupo de anjos, há três 3 anos atrás, a gente já utilizou de critérios não foi só “feeling””. (Investidor 3)

“indicadores e avaliação isso é necessário sim” (Investidor 4)

“Eu pessoalmente considero fundamental o investidor, ou um grupo de Anjos ou o fundo, ter uma tese bem definida, ou seja, os critérios estarem escritos, estarem combinados” (investidor 5)

“isso seria uma coisa muito boa” (especialista 1)

“Como necessários, mas com cuidado da adequação caso a caso”(especialista 2).

Com base nos comparativos das respostas dos entrevistados, é possível sugerir que ainda que não haja consenso, a maior parte dos investidores, bem como a maior parte dos especialistas, consideram importante o uso de critérios no processo de decisão de investimento.

5.4 Análise dos critérios de decisão de investimento

A fim de atingir um dos objetivos deste estudo, de “analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups”, foram analisadas as respostas dos IA entrevistados acerca da importância dada por eles a cada um dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

Com base nos critérios de decisão, foi elaborado um questionário semiestruturado, com questões abertas sobre cada um dos critérios, inicialmente classificados por Maxwell et al. (2011) em cinco dimensões distintas (Produto, Mercado, Empreendedor, Financeiro e Investimento).

Foi, então, analisada a importância dada por cada IA entrevistado a cada um destes critérios.

5.4.1 Interesse e Benefícios do produto/serviço

O primeiro critério de decisão de investimento analisado é o de interesses e benefícios do produto/serviço.

Este critério é definido neste trabalho por meio da abordagem de Feeney et al. (1999) como interesses e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.

As respostas dos entrevistados são analisadas conforme as citações descritas no quadro 26.

Quadro 26 – Importância do critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço

Dimensão	Produto
Critério	Interesses e Benefícios do Produto
Definição	
Feeney et al. (1999)	interesses e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado
Investidor	Citação
Investidor 1	“relevante, mas eu considero aí benefício do produto barra escalabilidade barra inovação”
Investidor 2	“a capacidade de massificar o negócio, se é uma coisa que dá para você massificar, que dá para você crescer, que dá para operação crescer de forma desproporcional na estrutura que você tem, eu acho que isso é fundamental”; “tem que ser uma inovação; se não é inovação e você não faz melhor que os outros não adianta”; “ou é inovação, ou uma coisa que você consegue fazer melhor que os outros.”
Investidor 3	“Sim, bastante importante, qual é a sua promessa que você entrega”, “se você realmente não resolveu um problema do mercado que você está se propondo a atender, você não vai ter sucesso algum”
Investidor 4	“relevante; eu acredito muito no produto antes de qualquer coisa”
Investidor 5	“ele é um critério bastante importante. Mas sem deixar de ressaltar o timing do produto.”

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como demonstra o quadro 26, para os investidores 1 e 2, os interesses e benefícios do produto devem ter relação com o seu potencial de inovação. Suas respostas sugerem que estes investidores verificam não apenas o que o produto ou serviço oferece, mas também seu potencial de inovação, característica que é abordada em outro critério de decisão levantado na literatura, e estudado mais a frente neste trabalho.

O investidor 2 relata, ainda, que este critério está relacionado à capacidade de o produto/serviço se massificar, escalonando suas vendas, o que remete à afirmação de Feeney et al. (1999), de que, os benefícios oferecidos pelo produto/serviço devem garantir que o produto realmente entrará no mercado.

Os investidores 3, 4 e 5, em suas respostas, sinalizam relação dos interesses e benefícios do produto/serviço com aspectos do mercado, o que sugere que, por mais que deem importância a este critério, outros critérios complementares a este devem ser analisados.

As citações dos entrevistados sugerem que todos dão importância ao critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço. Dentre as respostas, observam-se os termos “relevante” (investidores 1 e 4); “fundamental” (investidor 2); e “bastante importante” (investidores 3 e 5), o que sugere que este é um importante critério a ser analisado antes de investirem em uma *startup*.

A importância dada pelos entrevistados ao critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço, assemelha-se ao estudo de Bacher e Guild (1996), onde as características do produto oferecido estão entre os critérios mais citados.

Por outro lado, outros estudos internacionais, como o de Landström (1998) na Suécia, e o de Sudek (2006) nos Estados Unidos, não demonstram importância dos IA a este critério, uma vez que os interesses e benefícios do produto não aparecem entre os critérios mais citados.

Sendo assim, as respostas apresentadas sugerem que os IA brasileiros dão importância ao critério de interesses e benefícios do produto, o que não é claro em relação a IA de outros países.

5.4.1.1 Interesse e benefícios do produto – análise dos especialistas

Como forma de contribuir no entendimento da importância uso dos critérios de decisão por IA, foi levantada a opinião de especialistas sobre a importância do critério de interesse e benefícios do produto/serviço.

As respostas estão apresentadas por meio do quadro 27.

Quadro 27 – Importância do critério de Interesse e Benefícios do produto/serviço – especialistas

Dimensão	Produto
Critério	Interesses e Benefícios do Produto
Especialista	Citação
Especialista 1	"você está colocando aí duas coisas diferentes, uma é praticamente o valor da ideia e a outra certeza do que vai ser lançado no mercado. Deveriam ser tratados separadamente esses dois critérios, porque normalmente no primeiro momento tem que avaliar só se é um bom produto"; "mas acho que o primeiro critério se ele tem valor é fundamental, porque ele precisa estar gerando valor para o seu cliente".
Especialista 2	"Não há dúvida de que só faz sentido uma iniciativa empreendedora se eu identifico um "Gap" no mercado ou um benefício a ser eficiente e eficazmente atingido ou alcançado, não tenho dúvida é importantíssimo"
Especialista 3	"essa questão de benefício pro mercado tem que estar intimamente ligada com escala, se aquilo vai causar um benefício pro mercado, mas o investidor quer investir e olhar quanto ele ganha e em quanto tempo"; "mas quando é um produto inovador a gente nem sabe quanto o mercado quer, então é difícil entender demanda e oferta quando você está inovando"; "Então, tem que ter o "feeling", de apostar junto e acreditar que aquele produto vai ter um benefício tão bem visto pela sociedade que aquilo vai emplacar"

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que as respostas dos especialistas apresenta similaridade quando tratam dos interesses e benefícios do produto/serviço com importância no processo de decisão de investimento.

É possível notar que o especialista 3 considera que este critério importante, mas que deve estar relacionado à escalabilidade, ou seja, ao potencial de crescimento nas vendas, ainda que, de acordo com este mesmo especialista, "quando é um produto inovador a gente nem sabe quanto o mercado quer, então é difícil entender demanda e oferta quando você está inovando" (especialista 3).

Já para o especialistas 1 relaciona os interesses e benefícios do produto ao valor da ideia e ao valor proporcionado ao cliente, posição similar à do especialista 2, para quem os benefícios oferecidos a um nicho específico do mercado podem ser considerados um atrativo ao investidor.

A comparação entre as respostas dos especialistas e dos IA sugere que todos concordam quanto à importância do uso do critério de interesse e benefícios do por IA.

Pode-se destacar a semelhança na abordagem dos investidores 3, 4 e 5, e do especialista 3, quando sinalizam relação dos interesses e benefícios do produto/serviço com aspectos do mercado, como escalabilidade, o que sugere que outros critérios complementares a este podem ser analisados.

5.4.2 Proteção e Patente do produto/serviço

O critério de proteção e patente do produto é utilizado neste trabalho conforme a abordagem de Bacher e Guild (1996), para os quais este critério refere-se à possibilidade de proteção de patente para o negócio.

O quadro 28 traz a síntese das respostas dos IA acerca da importância do critério de proteção e patente do produto/serviço no processo de decisão de investimento em uma *startup*.

Quadro 28 - Importância do critério de Proteção/patente do produto/serviço

Dimensão	Produto
Critério	Proteção e patente do produto
Definição	
Bacher e Guild (1996)	Possibilidade de proteção de patente para o negócio
Investidor	Citação
Investidor 1	“difícil de ser feito”; “patentear nesse país é um negócio complicado, a não ser que seja uma coisa muito física, e o que não é quando a gente lida com as <i>Startups</i> ”; “a grande maioria (de <i>startups</i>) é da tecnologia, qualquer diferenciação de plataforma, ou alguma coisa de diferenciação, um pouquinho diferente só, já mudou a patente”
Investidor 2	“mesmo que seja uma coisa muito caracterizada como inovação, é difícil, então é melhor você ter outras barreiras de entrada do que a barreira legal”
Investidor 3	“isso é importante, mas dependendo do estágio que o negócio está, ele pode ser mais ou menos relevante; se você está na fase embrionária ele não é tão importante quanto se você estiver numa fase de alavancagem”; “custa muito caro o depósito de patentes, se for somente em um país, ok, mas se você tem algo a nível global, é muito complexo, “falta uma consciência da importância jurídica para um negócio novo”
Investidor 4	“é um critério importante, no meu caso em particular eu não me prendi a isso, porque eu entendia que nós não éramos os únicos “ <i>players</i> ” dessa tecnologia.
Investidor 5	“cada vez mais a criação de barreira de entrada através de patentes é muito difícil”; “as pessoas tão desenvolvendo caminhos; às vezes alguns aplicativos podem usar caminhos diferentes pra chegar num mesmo resultado, então a questão de você criar as patentes em alguns casos pode ser não tão relevantes”; “eu acho que é importante, mas não é importante pra todos os mercados”.

Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível observar, por meio das respostas dos entrevistados, que o critério de proteção do produto por patente é considerado relevante, porém difícil de ser utilizado.

Os investidores 1, 2 e 5 relatam em suas respostas a dificuldade de implementação de patente de produto ou serviço no Brasil, especialmente quando se trata de um negócio relacionado à tecnologia ou à inovação.

Observa-se que a abordagem do investidor 1 têm relação com sua preocupação com o momento em que o produto ou serviço deve ser lançado no mercado, uma vez que, em sua

visão, como qualquer alteração na plataforma do negócio já descaracteriza uma cópia ou quebra de patente, “o primeiro a ser lançado, marca (o mercado)”. Esta afirmação sugere que a patente não serve ao negócio tecnológico, a não ser que este já esteja concorrendo no mercado.

Para o investidor 2 existem outras formas de criar barreiras aos concorrentes, ao invés do uso de patente. Informação que é corroborada pelo investidor 5, para o qual, pela existência de diversas formas de se chegar a um produto, outras barreiras podem ser criadas, o que dificulta a aplicação de patentes nos negócios tecnológicos.

Já os investidores 3 e 4 consideram o critério de patente de produto/serviço importante, reforçam as dificuldades citadas pelos outros entrevistados, porém relacionam este critério a aspectos como o estágio do negócio, ao mercado de atuação (regional ou global) e à quantidade de concorrentes existente.

As respostas propõem que mesmo que os IA entrevistados, considerem o critério de proteção e patente importante, há pouca disposição ao seu uso, uma vez que dificuldades à sua aplicação são relatadas por todos. Esta análise reforça estudos internacionais, como os de Bacher e Guild (1996) e Landström (1998), onde o critério de patente não aparece entre os critérios utilizados no processo de decisão de investimento.

5.4.2.1 Proteção e Patente do produto/serviço - especialistas

A fim de contribuir no entendimento da importância do critério de proteção e patente do produto/serviço, levantou-se a opinião de especialistas sobre este critério.

As respostas dos especialistas são apresentadas pelo quadro 29.

Quadro 29 - Importância do critério de Proteção/patente do produto/serviço - especialistas

Dimensão	Produto
Critério	Proteção e patente do produto
Especialista	Citação
Especialista 1	"a gente precisa entrar um pouquinho na parte de patentes. As patentes de uma forma geral, elas só funcionam com coisas muito específicas"; "Se você vai patentear um produto, uma formulação que pode ser copiada, essa patente praticamente não tem valor "; "muitas vezes ela conta os segredos todos do negócio pra ter a patente e isso pode levar a copiarem e fazer uma coisa muito parecida, e a pessoa perde o mercado porque a patente fez isso"; "eu acho que tem que ser uma coisa muito específica, a patente não é um critério importante a ser verificado para o investidor anjo".
Especialista 2	"na minha leitura o arcabouço jurídico pra isso em geral é cheio de buracos"; "vai depender do caso, por exemplo, se for num setor patenteável claro que é uma importância enorme, setor farmacêutico"

Especialista 3	"a questão da propriedade intelectual ela tem que olhar o mundo da tecnologia de informação, em T.I. e todas as outras. Hoje em dia, as tecnologias de informação requerem alguma proteção muito mais leve e as coisas vão pro mercado correndo e a internet anda nessa velocidade"; "para o investidor que investe acima da "casa" dos duzentos, trezentos mil, propriedade intelectual é fundamental"
-----------------------	---

Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível observar, pelas respostas dos especialistas, divergência em relação à importância da patente do produto como critério de decisão de investimento. Apenas o especialista 3 aponta este critério como importante na análise do IA.

Para o especialista 3, a proteção do negócio é fundamental a IA que investem até duzentos mil Reais. Nota-se que este especialista cita a proteção como propriedade intelectual, ou seja, deixa clara sua análise acerca de negócios comercializados via internet.

O especialista 3 é responsável por uma incubadora de startups, e, dentre seus projetos na incubadora, está o de preparar os empreendedores para questões legais do negócio. Pode-se entender que seja este o motivo por dar mais ênfase à patente e proteção do produto do que os outros especialistas.

Os especialistas 1 e 2 concordam quando citam a dificuldade de se proteger o produto ou serviço por meio de patente. Nota-se similaridade nas respostas, como demonstram os trechos abaixo transcritos:

"a gente precisa entrar um pouquinho na parte de patentes. As patentes de uma forma geral, elas só funcionam com coisas muito específicas" (especialista 1)

"na minha leitura o arcabouço jurídico pra isso em geral é cheio de buracos" (especialista 2)

É possível observar que ambos os especialistas, 1 e 2, concordam, ainda, quando dizem que a patente de um produto ou serviço somente funciona em mercados específicos, como o farmacêutico (citado pelo especialista 2).

Quando comparados as respostas dos especialistas e dos IA, nota-se semelhanças na importância dada à proteção/patente do produto/serviço.

Enquanto, dentre os IA, 3 dos 5 entrevistados entendem ser difícil o uso da patente/produto como um critério importante de decisão de investimento, dentre os especialistas, 2 dos 3 entrevistados também veem dificuldades no uso deste critério.

Encontra-se semelhança também quando analisadas as respostas do investidor 5 com os especialistas 1 e 2, para os quais a patente/proteção do produto/serviço pode ser utilizada

como critério apenas quando analisados mercado específicos e onde é necessária a patente, como mercados de biomedicina e farmacêuticos.

Desta forma, pode-se entender que esta situação, de dar importância ao uso do critério de proteção/patente apenas na análise de startups atuantes em mercados específicos, sugere que os critérios usados por IA possam variar conforme o mercado da *startup*.

Para estudos futuros, pode-se propor que sejam analisados os critérios utilizados por IA no processo de decisão de investimento em startups de diferentes mercados. Esta análise poderá sugerir a possibilidade ou não de uso de critérios padrão para decisão de investimento pelos IA.

5.4.3 Inovação e qualidade do produto/serviço

Ainda na dimensão de produto, os IA foram questionados sobre a importância dada à inovação e à qualidade do produto.

Nesta pesquisa, a inovação e a qualidade do produto são definidos pela abordagem de Bacher e Guild (1996), que relacionam este critério ao grande potencial de inovação e de qualidade que o produto ou serviço pode oferecer aos consumidores.

As respostas dos entrevistados são sintetizadas no quadro 30.

Quadro 30 - Importância do critério Inovação e qualidade do produto/serviço

Dimensão	Produto
Critério	Inovação e qualidade do produto/serviço
Definição	
Bacher e Guild (1996)	grande potencial de inovação e de qualidade que o produto ou serviço pode oferecer aos consumidores
Investidor	Citação
Investidor 1	Muito importante, isso é extremamente relevante; “todo empreendedor acha que o negócio dele é novidade”; a inovação faz a diferença, porque é isso que dá a escalabilidade e é isso que dá o diferencial pro produto
Investidor 2	importante; mas é uma coisa ou outra; ter algum diferencial, alguma vantagem tem que ter
Investidor 3	São conceitos distintos. A inovação é fundamental, principalmente quando tratada em empresas tecnológicas e startups. Já a qualidade depende do que você pretende oferecer e qual a exigência do seu público.
Investidor 4	Realmente primordial. Qualidade é uma obrigação; senão o índice de retrabalho que você acaba tendo e o gasto de imagem da empresa, além do gasto financeiro, acabam sendo muito "onerosos"; “um dos nossos planos, inclusive para busca de novos investimentos, de fundos, por exemplo, FINEP e etc., e aí a inovação é muito importante”

Investidor 5	A inovação, eu vejo ela separada da qualidade, porque ela tá muito ligada à ideia e ao “timing”; os investidores querem coisas inovadoras, mas muitas vezes é uma inovação geográfica, no mundo não é novo, mas para o Brasil é novo...então você ter uma ideia inovadora, eu acho que isso é importante, só que muitas vezes tem o pacto “First Mover”; o “First Moovier” tem uma vantagem; quando você entra depois você vai ser sempre o “challenger”; mas em alguns casos ser o segundo ou o terceiro você tem uma curva de aprendizado; então de repente ser o primeiro, ser o inovador, não precisa ser, você pode estar copiando alguém e ser um bom negócio. Na cabeça dos investidores de que muita inovação pode ser um grande risco, o quão diferente isso é, fazer uma aposta em coisas disruptivas, você começa a poder ter o conflito do timing, as pessoas tão prontas pra coisa nova? A questão da qualidade eu vejo um pouco diferente, tem um lado do protótipo, tem um lado do teste, tem um lado do ótimo inimigo do bom, que no mundo de <i>Startup</i> , se você querer ficar com o melhor produto do mundo, aí você não vai ser o primeiro a chegar; você quer muita qualidade você pode não ter os testes de produto adequadamente, você desenvolve muito e quando você mostra pro mercado você pode ter que tirar algumas coisas, voltar algumas coisas pra trás, é saber muito bem o que você vai fazer, ser bom naquilo e vai melhorando a qualidade ao longo, eu não acho que a qualidade seja um critério tão importante quanto os outros.
---------------------	---

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esta pesquisa seguiu a proposta elaborada por Maxwell et al. (2011) onde o critério de inovação é citado junto do critério de qualidade. Porém, uma das primeiras impressões relatadas nas respostas dos entrevistados refere-se à distinção feita por todos entre inovação e qualidade.

Essa distinção pode ser observada quando todos os entrevistados referem-se à inovação e à qualidade como importantes de serem analisados, porém de forma separada, o que pode propor que sejam critérios a serem analisados separadamente.

Citações como “a inovação, eu vejo ela separada da qualidade, porque ela está muito ligada à ideia e ao *timing*” (investidor 5), e, “são conceitos distintos” (investidor 3) corroboram a distinção entre inovação e qualidade dada pelos IA brasileiros.

Quando apontam a inovação, é possível destacar a citação do investidor 1, para o qual a inovação potencializa a escalabilidade do negócio. A ligação que este investidor realiza entre inovação e escalabilidade sugere que, ainda que a inovação seja, por ele considerada importante, sua existência sem retorno financeiro não tem validade.

Os investidores 2 e 3 citam a inovação como uma vantagem competitiva, principalmente quando relacionada à tecnologia. O segmento dos negócios destes investidores pode reforçar esta relação de inovação e vantagem competitiva, uma vez que as startups por eles investidas atuam em mercados que podem ser considerados concorridos, como turismo, seguros massificados e educação, onde a competitividade pode vir a gerar a necessidade de vantagens competitivas.

O investidor 4 aborda a inovação como forma de buscar recursos financeiros no mercado, o que fica claro quando cita que a inovação é importante por poder auxiliar “para busca de novos investimentos, de fundos, por exemplo, FINEP e etc.”.

Pode-se entender que, quando cita a necessidade da inovação para buscar novos investimentos, o investidor 4 acaba por distanciar-se de uma das características de um IA, que refere-se a atuar como investidor em estágios iniciais do negócio, suprindo a dificuldade de financiamento das startups por programas governamentais ou fundos de *venture capital*.

Já a abordagem do investidor 5 quanto à inovação se destaca quando cita dois pontos distintos: *timing* do negócio e aprendizagem.

Observa-se que este investidor dá valor ao momento em que o negócio é lançado, por ele citada como *timing*, buscando entender se o mercado está preparado a esta tecnologia. Este investidor cita este possível critério em várias outras situações ao longo da entrevista, o que pode propor um novo critério ainda não identificado na literatura.

Outra característica observada refere-se ao investidor 5, onde considera a entrada no mercado por uma inovação, onde nem sempre será considerada de sucesso, uma vez que, na sua visão, concorrentes podem apresentar melhorias no produto/serviço pela possibilidade do aprendizado adquirido.

Já quanto à qualidade, todos os entrevistados dão ênfase à sua necessidade, porém com menos importância do que a inovação, analisando-a, inclusive, de forma separada.

Para alguns, como os investidores 4 e 5, entende-se que a qualidade pode ser considerada uma obrigação; situação que pode ser relativa quanto à exigência do público alvo, conforme destacado pelo investidor 2.

A análise das respostas dos entrevistados propõe que os IA brasileiros entrevistados dão importância ao critério de inovação/qualidade do produto, situação que assemelha-se aos resultados apresentados em estudos no Reino Unido (van Osnabrugge, 2000; Mason e Harisson, 2003) e no Canadá (Maxwell et al., 2011).

Porém, no Brasil, como diferença apresentada aos estudos internacionais, o uso do critério de inovação/qualidade do produto/serviço no processo de decisão de investimento em uma startup, ocorre de forma separada, sendo uma análise para a qualidade e outra para a inovação, o que sugere uma divisão entre estes critérios quando sua aplicação por IA brasileiros.

5.4.4 Inovação e qualidade do produto/serviço – especialistas

Os especialistas entrevistados foram questionados acerca da importância dada ao critério de inovação e qualidade do produto/serviço no processo de decisão de investimento em uma *startup*.

Como forma de contribuir ao entendimento da importância do critério acima citado, foram relacionados os principais trechos das entrevistas dos especialistas, transcritos no quadro 31.

Quadro 31 - Importância do critério Inovação e qualidade do produto/serviço

Dimensão	Produto
Critério	Inovação e qualidade do produto/serviço
Especialista	Citação
Especialista 1	"a inovação pela inovação tem seu valor, mas não é tão grande. A inovação, se você trazer um retorno para o cliente, gerar uma criação de valor para o cliente, vale. A qualidade é a mesma coisa, se trazer realmente um valor para o cliente tudo bem, mas às vezes não é isso que está trazendo um valor e pode ser que não seja um critério importante".
Especialista 2	"Acho que tem 2 coisas, tem inovação e tem qualidade, acho que qualidade tem muito destaque, tanto é que eu vejo hoje que normalmente um investidor Anjo não quer mais ver só o <i>Business Plan</i> , ele quer ver o produto minimamente viável"; "Inovação, obviamente tem uma importância muito significativa porque para o cara vir mostrar um produto que tenha 50 competidores no mercado, fala-se não. E nós estamos num momento que inovação é um grande Drive de geração de valor"
Especialista 3	"Não, o investidor anjo não, a inovação requer mais recurso"; "o dinheiro anjo que a gente conversa sempre está na casa dos cem, duzentos mil. Esse anjo investidor sabe que o dinheiro dele não vai provocar ganho de mercado, ele sabe que esse dinheiro pode completar aquilo que a gente chama de pesquisa, desenvolvimento e inovação, o dinheirinho dele muitas vezes termina o desenvolvimento e está fazendo o primeiro piloto de mercado"; "Então, ele sabe que o dinheiro dele pode estar causando o primeiro pacote de um número pra fazer uma entrada no mercado, então ele olha a inovação meio assustado"

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise das respostas, possibilita observar que o especialista 3 diverge dos outros quando diz que a inovação não é importante para o IA. Para este especialista o volume de capital injetado pelo IA na startup não tem potencial para gerar ganhos de mercado, como demonstra o seguinte trecho da sua resposta:

Esse anjo investidor sabe que o dinheiro dele não vai provocar ganho de mercado, ele sabe que esse dinheiro pode completar aquilo que a gente chama de pesquisa, desenvolvimento e inovação; o dinheirinho dele muitas vezes termina o desenvolvimento e está fazendo o primeiro piloto de mercado. (especialista 3)

A resposta do especialista 3 sugere que, para ele, outros critérios devem ser analisados na hora de investir em uma startup, uma vez que a inovação necessita de valores superiores aos injetados pelos IA.

Já os especialistas 1 e 2 assemelham-se em suas respostas quando analisam a inovação e a qualidade de forma separada, e concordam ao darem importância ao critério de inovação e qualidade. Nota-se que, para estes especialistas, a inovação deve ser tratada como critério importante e deve ser analisada de forma a contribuir com o mercado alvo, como pode ser verificado nos trechos abaixo:

a inovação pela inovação tem seu valor, mas não é tão grande. A inovação, se você trazer um retorno para o cliente, gerar uma criação de valor para o cliente, vale. (especialista 1)

nós estamos num momento que inovação é um grande Drive de geração de valor (especialista 2)

Quanto à qualidade, os especialistas 1 e 2 concordam também ao citarem como importante e como gerador de valor para o mercado.

Porém, para o especialista 1, a qualidade deve ser analisada conforme a necessidade do mercado, uma vez que, para este especialista, se “não é isso que está trazendo um valor e pode ser que não seja um critério importante”.

Quando comparadas as respostas dos IA e dos especialistas, nota-se que há semelhança quando analisam a inovação e a qualidade de forma separada, ao contrário do que é proposto por Maxwell et al. (2011).

Outra semelhança a destacar está na importância dada ao critério de inovação e qualidade, onde, com exceção ao especialista 3, todos os outros concordam quanto à importância deste critério.

Sendo assim, pode-se entender que IA e especialistas dão importância à inovação e qualidade do produto/serviço como critério de decisão de investimento, e que pode ser usado por IA em suas análises para investir em startups.

5.4.5 Tamanho do mercado

O tamanho do mercado é o primeiro critério de decisão de investimento analisado referente à dimensão de mercado.

Para análise deste critério, os IA foram solicitados a responder à seguinte questão: *Qual a importância que o tamanho do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

Neste estudo o tamanho do mercado foi definido por meio das abordagens de Bacher e Guild (1996) e de Mason e Harrison (2003), sendo tratado como o tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou novo nicho de mercado.

As respostas dos entrevistados são apresentadas no quadro 32.

Quadro 32 – Importância do Tamanho do Mercado

Dimensão	Mercado
Critério	Tamanho do mercado
Definição	
Bacher e Guild (1996) e de Mason e Harrison (2003)	Tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou novo nicho de mercado
Investidor	Citação
Investidor 1	É um critério importante; eu não vou deixar de investir no cara porque o cenário do mercado dele está pior, mas eu vou ficar mais propensa a investir se o cenário dele estiver melhor.
Investidor 2	é um dos fatores importantes, mas um negócio de nicho pode ser super bom também; os nichos são bem interessantes, é óbvio que tem que ter um mercado, é uma das coisas a serem avaliadas, mas acho que o mercado de nicho é bem interessante
Investidor 3	Importantíssimo; Se ele (empreendedor) está apresentando a ideia, ele precisa apresentar qual é o mercado, senão não dá para passar (na análise).
Investidor 4	Muito (importante); você tem que ter escalabilidade, se você tem um produto excelente com uma inovação fantástica, mas você está limitado a dois clientes, rapidamente você vai saturar oportunidade.
Investidor 5	essa sensibilidade, de tamanho de mercado, é entender o seu negócio, se ele vai gerar dinheiro suficiente pra fazer a coisa acontecer

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se, por meio das respostas citadas no quadro 32, que o tamanho do mercado é um critério importante para os IA brasileiros. Com exceção ao investidor 5, todos os outros citaram a palavra “importante” em suas respostas.

O investidor 1 aborda o tamanho do mercado de forma peculiar. Apesar de citá-lo como importante, não o cita como excludente, ou seja, considera sua análise importante porém não deixaria de investir se o mercado não for muito grande.

A resposta do investidor 2 reforça a ideia do investidor 1, quando ao referir-se ao mercado, dá maior ênfase a nichos de mercado. Ambos os investidores, 1 e 2, deixam claro, desta forma, que ainda que o mercado não seja grande, a possibilidade em atingir-se um público específico, ainda que menor, pode ser um atrativo ao investimento.

Os investidores 3 e 4 relatam a importância do tamanho do mercado ao relacionarem este critério à escalabilidade, ou seja, ao potencial de crescimento do negócio, critério também levantado na literatura e analisado mais à frente neste trabalho.

Já o investidor 5 relaciona o tamanho do mercado com o potencial gerador de renda, ou seja, na sua visão, o andamento do negócio depende do potencial gerador de renda deste mercado.

Observa-se que, por mais que o tamanho do mercado seja importante, todos os entrevistados relacionam o tamanho do mercado com outros critérios existentes, como escalabilidade, nichos menores de mercado e potencial gerador de renda.

Estes outros critérios podem ser observados em estudos realizados nos Estados Unidos (Sudek, 2006) e no Reino Unido (van Osnabrugge, 2000). O nicho de mercado, citado pelo investidor 1, e aparente nas definições de Bacher e Guild (1996) e de Mason e Harrison (2003), aparece no estudo de Sudek como o vigésimo critério mais citado, dentre 72 levantados; e no estudo de van Osnabrugge como o nono critério mais citado entre 72 identificados.

Por meio das respostas, é possível considerar que os IA brasileiros consideram o tamanho do mercado um importante critério a ser analisado, porém não de forma excludente, ou seja, ainda que não seja um mercado grande, considerariam efetivar mais análises para investir no negócio.

5.4.5.1 Tamanho do mercado – análise dos especialistas

Para agregar informações sobre a importância do critério de tamanho do mercado, os especialistas entrevistados foram consultados sobre o uso deste critério por IA.

As respostas são sintetizadas no quadro 33.

Quadro 33 – Importância do Tamanho do Mercado - especialistas

Dimensão	Mercado
Critério	Tamanho do mercado
Especialista	Citação
Especialista 1	"dependendo do tipo de produto, eu não vejo como sendo interessante o volume do mercado, porque mesmo sendo uma coisa pequena pode ser importante."
Especialista 2	"Não é segundo plano não, porque um investidor anjo quer ver bastante dinheiro voltando na outra ponta"; "estamos falando então de finanças pessoais, aí que tá a questão, não é dinheiro que um diretor tá tirando de um Budget com esse grau de distanciamento emocional, ele está tirando da família dele"; "então ele quer ver uma grande oportunidade de negócio lá atrás, ele quer ver grandes retornos, e grandes retornos são oriundos de grandes mercados"
Especialista 3	"Sim, sem dúvidas. Isso é uma condição que é mesmo fundamental para o investimento. Isso está implicitamente conectado com o tamanho do nicho do mercado nacional"

Fonte: Elaborado pelo autor.

As respostas dos entrevistados demonstra que apenas o especialista 1 não vê o tamanho do mercado como um critério importante. Para este especialista, nichos de mercado também podem oferecer boas possibilidades ao investidor.

Já os especialistas 2 e 3 assemelham-se quanto à importância dada ao tamanho do mercado, como pode ser visto nos trechos da entrevista transcritos abaixo:

Não é segundo plano não, porque um investidor anjo quer ver bastante dinheiro voltando na outra ponta. (especialista 2)

Sim, sem dúvidas. Isso é uma condição que é mesmo fundamental para o investimento. (especialista 3)

Nota-se que as expressões “Não é segundo plano não” (especialista 2) e “fundamental para o investimento”(especialista 3) sugerem que o tamanho do mercado é um importante critério a ser analisado pelo IA.

Na resposta do especialista 2 é possível notar que o tamanho do mercado está relacionado ao potencial de retorno do investimento. Pode-se observar esta relação por meio dos seguintes trecho da resposta:

[...]então ele (investidor) quer ver uma grande oportunidade de negócio lá atrás, ele quer ver grandes retornos, e grandes retornos são oriundos de grandes mercados. (especialista 2)

A expressão “grandes retornos são oriundos de grandes mercados”, citada pelo especialista 2, sugere a relação entre a importância do tamanho do mercado e o retorno esperado pelos IA.

A comparação entre as respostas dos IA e dos especialistas sugere que, com exceção ao especialista 1, todos os outros veem o tamanho do mercado como um importante critério de decisão de investimento.

Existe similaridade nas respostas do especialista 2 e do investidor 5 quando citam a relação do tamanho do mercado com o potencial gerador de renda.

Outra similaridade encontrada está na resposta dos investidores 1 e 2 e do especialista 1, quando citam que nichos menores de mercado também podem oferecer bom potencial de crescimento ao IA.

Desta forma, é possível notar que IA e especialista concordam, em sua maioria, quanto à importância do tamanho do mercado como critério de decisão de investimento a ser usado por IA.

5.4.6 Potencial de crescimento do mercado

O potencial de crescimento do mercado é abordado neste trabalho por meio da definição de Bacher e Guild (1996), para os quais este critério define-se pelo potencial atrativo de crescimento do mercado.

O critério de potencial de crescimento de mercado é um dos mais abordados na literatura, sendo analisado em 92% dos trabalhos levantados por Maxwell et al. (2011).

A fim de entender a importância do potencial de crescimento do mercado no processo decisório dos IA, estes foram questionados da seguinte forma: *Qual a importância que o potencial de crescimento do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

As respostas são sintetizadas no quadro 34.

Quadro 34 – Importância do critério de potencial de crescimento do mercado

Dimensão	Mercado
Critério	Potencial de crescimento do mercado
Definição	
Bacher e Guild (1996)	Potencial atrativo de crescimento do mercado.
Investidor	Citação
Investidor 1	Faz muita diferença; é aí que está a escalabilidade; não quer dizer que se o potencial de crescimento do mercado estiver ruim, a gente deixa; é um critério que a gente fica muito preocupado; pra que a gente efetivamente consiga ajudar, se a gente não entender nada de nada e achar um mercado difícil a gente não vai.
Investidor 2	<i>Small is Beautiful</i> ; tem coisa que viabiliza você entrar, pelo mercado ser menor, então não dá pra dizer que se é grande é bom, se é pequeno é ruim, nem vice versa, tem que avaliar
Investidor 3	Isso é importante, porque te dá uma visão de quanto o seu produto pode atingir em escalabilidade. Sempre levo isso em consideração. Não adianta nada ter uma ideia inovadora mas o negócio não ser escalável.
Investidor 4	Papel direto. um representante que eu captei semana passada em Minas Gerais já está me ligando porque na conversa pessoal que nós tivemos ele vislumbrou um outro mercado que ele não tinha enxergado.
Investidor 5	Você tem as tendências de crescimento; os mercados não são estáveis hoje e sim crescentes, porque toda essa tecnologia ainda não está em 100% do que poderia chegar, então a gente tem sempre esse potencial de crescimento como oportunidade.

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base nas respostas dos entrevistados, observa-se que o potencial de crescimento do mercado é um critério de decisão considerado importante pelos IA brasileiros.

Com exceção ao investidor 2, que ressaltou que mesmo um mercado menor dá possibilidade de bons ganhos, todos os outros assumem o critério como importante de ser analisado.

Os investidores 1 e 3 relacionam o potencial de crescimento à escalabilidade. Ao investidor 1, é possível verificar que, por mais que considere um critério importante, não o entende como excludente. Situação contrária a do investidor 3, que analisa o potencial de crescimento em todos os seus investimentos.

Supõe-se que, por ser um dos investidores que mais startups têm em sua carteira de investidor, e por analisar muitos negócios junto ao grupo de investidores a qual participa, o investidor 3 tenha este critério como base de decisão, situação que não ocorre com o investidor 1.

Presume-se que, para o investidor 1, ainda que o potencial do mercado não seja atrativo, outros critérios podem ser analisados e considerados como decisivos ao investimento.

O investidor 2, como citado acima, enfatiza, por meio do termo, em inglês, “*Small is beautiful*”, o que reforça sua análise do critério anterior, de tamanho do mercado, onde, para este investidor, nichos de mercado também são potenciais atrativos ao negócio.

Já o investidor 4 diz ser importante a análise do potencial de crescimento do mercado, porém sua resposta, efetuada por meio de um exemplo do seu dia-a-dia, não corresponde ao que diz.

Quando se refere ao potencial de crescimento do mercado, o investidor 4 dá o exemplo de um representante que trabalha para uma das suas startups e que, no momento do negócio, já sendo vendido, identifica um novo mercado a ser trabalhado.

Observa-se que este investidor cita o potencial de mercado, porém não relata ter feito esta análise antes do investimento. Pressupõe-se que, depois de investido no negócio, observou-se que outros nichos ou mercados poderiam ser atendidos.

O investidor 5, em contrapartida, ressalta a importância do potencial de crescimento do mercado no que se refere à tecnologia. Este investidor tem, em sua carteira de investimentos, duas startups, de educação e serviços financeiros, ambas focadas no serviço prestado de forma virtual.

Quando se analisa o potencial de crescimento do negócio tecnológico, o investidor 5 deixa claro que seus investimentos estão diretamente relacionados a este potencial, uma vez que, na sua visão, a tecnologia ainda não atingiu 100% do seu potencial.

A análise do critério de potencial de crescimento do mercado revela, então, que 4 dos 5 IA entrevistados relatam este ser um importante critério de análise.

A relevância dada a este critério assemelha-se aos resultados de estudos em outros países, como os de Landström (1998) na Suécia, de Sudek (2006) nos Estados Unidos, de van Osnabrugge (2000) no Reino Unido e Bacher e Guild (1996) no Canadá, onde o potencial de crescimento do negócio é citado pelos seus entrevistados como um dos dez critérios mais importantes para decisão de investimento em um novo negócio.

O estudo de Haar et al. (1988) reforça a importância do potencial de crescimento do mercado ao apresentar que 68% dos entrevistados o citaram como motivo imediato de rejeição da proposta para investir em um novo negócio.

5.4.6.1 Potencial de crescimento do mercado - análise dos especialistas

Os especialistas foram questionados sobre a importância do potencial de crescimento do mercado como critério a ser usado por IA no processo de decisão de investimento em startups.

As respostas foram sintetizadas e estão disponíveis no quadro 35.

Quadro 35 – Importância do critério de potencial de crescimento do mercado - especialistas

Dimensão	Mercado
Critério	Potencial de crescimento do mercado
Especialista	Citação
Especialista 1	"de alguma forma é importante sim, depende muito do que as pessoas estão querendo com o seu negócio"; "pensando em produtos que são tecnológicos, não é tão importante, o que é importante realmente é a criação de valor".
Especialista 2	"Sim, é importante, não tenha dúvida. Usa-se muito na escalabilidade, então uma das coisas muito claras é essa, a capacidade do cidadão falar o seguinte: não, esse negócio é desse tamanho hoje, mas olha o tamanho que ele pode ter em 5 anos"
Especialista 3	"o investidor anjo analisa escalabilidade sim, estado/país, olha isso e faz a proporção e o retorno dele, mesmo o nicho não sendo tão incrivelmente grande."

Fonte: elaborado pelo autor.

As respostas dos especialistas demonstram que o potencial de crescimento do mercado é um critério considerado importante pelos especialistas 2 e 3. Já para o especialista 1 o importante é a análise da criação de valor do produto/serviço.

Nota-se que o especialista 1 concentra sua análise sobre o valor que o produto ou serviço pode oferecer ao mercado. Suas respostas sobre outros critérios, como inovação e tamanho do mercado, sugerem que os critérios de mercado podem, para ele, depender do potencial que o produto tem de gerar valor ao mercado.

Já os especialistas 2 e 3 concordam quando relacionam o potencial de crescimento do mercado ao retorno que este mercado pode dar, como cita o especialista 3 quando diz que “o investidor anjo analisa escalabilidade sim, estado/país, olha isso e faz a proporção e o retorno dele”.

Se comparadas as respostas dos especialistas com as dos IA, observa-se que, com exceção ao investidor 2 e ao especialista 1, todos os outros veem como importante o potencial de crescimento do mercado.

Sendo assim, entende-se que o potencial de crescimento do mercado é um critério importante na visão da maioria dos entrevistados, e pode ser usado por IA como um critério de decisão de investimento em uma startups.

5.4.7 Dinâmica do mercado

Neste trabalho, a dinâmica do mercado é definida pela abordagem de Bacher e Guild (1996), como fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado.

Os entrevistados responderam à seguinte questão: *Qual a importância que a dinâmica do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

As citações retiradas das respostas estão sintetizadas no quadro 36.

Quadro 36 – Importância do critério de dinâmica do mercado

Dimensão	Mercado
Critério	Dinâmica do mercado
Definição	
Bacher e Guild (1996)	Fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado.
Investidor	Citação
Investidor 1	É um critério importante; não faz parte dos meus critérios macros na hora de avaliar, mas dependendo de como foi o mercado, de como foi o posicionamento do cara ele acaba sendo um critério que pode vir a fazer a gente declinar.
Investidor 2	um negócio transformador ele é muito mais difícil de se viabilizar, mas se viabilizar, você vai dar uma puta cacetada, já um negócio que é uma coisa que existe, mas você achou um nicho um pouquinho diferente e tal, é um negócio que você não vai dar aquela cacetada, mas a chance de dar certo é muito maior, então é tudo uma avaliação de risco e retorno.
Investidor 3	não está nos critérios iniciais, mas é importante ser feita uma avaliação antes da tomada de decisão; você pode estar entrando aqui no mercado com um produto agora, você considera ele inovador, mas existem, por exemplo, várias formas de tratar esse problema, e seu produto está escolhendo um caminho.
Investidor 4	dinâmica é uma das coisas mais difíceis de você prever; é problemático, os cenários são importantíssimos mas eu acho difíceis de prever.
Investidor 5	Esse fator eu diria que ele é importante, mas ele é difícil de prever, porque muitas vezes ele tá no coração da ideia que tá sendo colocada, se você fala por exemplo de energia eólica, você fala de coisas fora de uma tendência atual, você não consegue avaliar qual vai ser a dinâmica atualmente; tem que entender e pensar nessas dinâmicas no sentido de onde tá seu cliente e o que vai acontecer, só que ele tem um grau de incerteza muito grande como ideia, então pra investir, eu acho que é uma coisa que tem que ser observada depois que o negócio tá andando, porque o mundo vai mudando e muita gente fica preso no que pensava e não lê o mercado.

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no quadro 36, observa-se que os IA brasileiros citam a análise da dinâmica do mercado como importante, porém não o colocam como um critério a ser analisado por eles.

Os investidores 2 e 5 assemelham-se em suas abordagens quando ressaltam ser um critério de difícil análise e viabilidade.

A análise das suas respostas supões que, para estes investidores, a mudança constante dos mercados é tratada como um risco ou incerteza, porém que pode ser minimizado se sua análise for bem feita. Ambos citam fatores do mercado como um nicho que pode ser encontrado ou um mercado de tendência, como o eólico, citado pelo investidor 5.

Já o investidor 1, assim como o investidor 3, cita que a dinâmica do mercado não é um critério importante em suas análises.

Para o investidor 1, ainda que não seja um dos principais critérios a serem analisados, a dinâmica do mercado pode ser um fator de declínio na proposta, o que sugere sua aversão a mercados muito voláteis.

O investidor 3 relaciona a dinâmica de mercado à solução que o produto ou serviço pode oferecer, uma vez que, encontrada uma solução melhor do que as disponíveis no momento, o risco da dinâmica do mercado pode ser minimizado.

Ainda que a dinâmica do mercado seja um critério relacionado a como o mercado pode se comportar futuramente, o único investidor a citar a análise de cenários foi o investidor 4. Para ele, a dinâmica de mercado é difícil de ser analisada e prevista. Observa-se que este é o investidor com características mais conservadoras em comparação aos outros.

A análise geral das respostas, sugere que os IA brasileiros dão importância à dinâmica de mercado como um critério de decisão de investimento, porém não se dispõem ao seu uso em razão da sua dificuldade de análise.

Esta análise coincide com os resultados de Landström (1998), onde, em pesquisa junto a IA na Suécia, a dinâmica de mercado aparece como um dos últimos critérios em importância citados pelos entrevistados.

Bacher e Guild (1996) também identificam que os IA canadenses não colocam a dinâmica de mercado como um critério importante a ser analisado antes de se investir em uma startup. Dessa forma, sugere-se que a importância dada pelos IA brasileiros à dinâmica de mercado assemelha-se a IA de outros países.

5.4.7.1 Dinâmica do mercado – análise dos especialistas

Os especialistas foram questionados sobre a importância da dinâmica do mercado como critério a ser usado por IA no processo de decisão de investimento em startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 37.

Quadro 37 – Importância da dinâmica do mercado - especialistas

Dimensão	Mercado
Critério	Dinâmica do mercado
Especialista	Citação
Especialista 1	"entendo que é importante analisar o cenário futuro desse mercado, porque muitas vezes o tempo entre a ideia inicial e o lançamento do produto ou serviço é muito grande, e aí o mercado já mudou e pode não absorver o produto ou serviço como esperado."
Especialista 2	"mercados mais dinâmicos tendem a ser mercados mais arriscados também"; "imagina que OK, esse mercado está nessa circunstância, mas daqui a 5 anos, como ele estará em termos de competidores, como é que estará em termos de tecnologia diferente? Então sim, mas também na perspectiva negativa, tipo fico com medo do que vai acontecer com esse mercado daqui a 5 anos"
Especialista 3	"O mercado de tecnologia é muito dinâmico, muda muito, e não tem como prever o que pode acontecer. O cara não consegue analisar isso, então não vejo o anjo olhando a dinâmica."

Fonte: elaborado pelo autor

Pelas respostas dos entrevistados é possível observar que apenas o especialista 3 não entende a dinâmica do mercado como um item que possa ser analisado pelos IA. Para o especialista 3, a mudança constante no mercado de tecnologia impossibilita a análise por parte do IA.

Entretanto, nota-se que o especialista 3 cita o mercado de tecnologia como dinâmico, difícil de prever. Ocorre que o fato de o mercado de tecnologia ser caracterizado como um mercado dinâmico, de difícil análise, pode sugerir que seja necessária uma análise melhor para entender os riscos deste mercado.

Desta forma, pode-se entender que, a afirmação do especialista 3, de que *“O mercado de tecnologia é muito dinâmico, muda muito, e não tem como prever o que pode acontecer”*, sugere que a dinâmica do mercado pode vir a ser um critério ainda mais importante, o que contradiz o próprio especialista 3.

Já os especialistas 1 e 2 concordam quanto à importância da dinâmica do mercado é importante de ser analisada.

Para o especialista 1 é necessária uma análise do cenário futuro do mercado. Este especialista relaciona esta análise à necessidade de se entender possíveis alterações que possam ocorrer no mercado antes mesmo de o produto ou serviço estarem disponíveis. Para este especialista, o

tempo entre a ideia e o lançamento do produto no mercado pode ser um dificultador, o que pode ser minimizado na análise da dinâmica do mercado.

O especialista 2 também dá importância à dinâmica do mercado e cita a importância de se entender outros fatores futuros, como concorrência e tecnologia.

Quando comparados aos IA, os especialistas diferem-se na importância dada à dinâmica do mercado. Por mais que os IA entendam o critério como importante, entendeu-se, em suas respostas, que este não é um critério do qual se utilizariam.

Desta forma, entende-se que os especialistas diferem dos IA em relação à importância da dinâmica do mercado como critério de decisão de investimento.

5.4.8 Experiência do Empreendedor

Nesta pesquisa, a experiência do empreendedor é definida como sendo os conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento.

As respostas dos entrevistados foram dadas à seguinte questão: *Qual a importância que a experiência do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? A síntese das respostas é apresentada no quadro 38.*

Quadro 38 – Importância do critério de experiência do empreendedor

Dimensão	Empreendedor
Critério	Experiência do empreendedor
Definição	
Bacher e Guild (1996)	Conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento.
Investidor	Citação
Investidor 1	influência diretíssima, muito importante; o empreendedor é a peça chave; eu prefiro ter um empreendedor bom e o negócio ser mais ou menos do que o negócio excelente e o empreendedor ruim.
Investidor 2	Sim e não, porque se você esperar um cara muito experiente provavelmente ele não vai precisar de você; agora pode ser o caso também de que é muito mais a qualidade do empreendedor, o brilhantismo do empreendedor, isso é muito mais raro do que experiência é muito mais valioso do que experiência.
Investidor 3	É muito importante porque é ele que vai tocar o negócio. É o empreendedor que tem o expertise. Da mesma forma que eu faço perguntas-chave quando eu contrato um funcionário para trabalhar comigo, eu faço perguntas que sejam pertinentes ao empreendedor.
Investidor 4	É bem vindo que o empreendedor tenha experiência mas eu acho mais importante a ideia no modelo do negócio do que propriamente experiência como empreendedor.

Investidor 5	fundamental a experiência da pessoa inclusive com o negócio que ela está propondo, na área específica; você tem um olhar na indústria e um olhar na atividade que tá sendo feita; quando a pessoa não tem nenhum conhecimento, ela vai ter que passar por várias coisas, várias barreiras por conta própria, então a curva de aprendizado dela vai ser mais difícil, vai ser mais longa e ela começa a depender muito da capacidade de um investidor de transferir conhecimento.
-------------------------	--

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas dos entrevistados possibilita verificar que os investidores 1, 3 e 5 citam a experiência do empreendedor como um critério importante a ser analisado. Já os investidores 2 e 4 citam que outros itens, como a ideia ou a qualidade do empreendedor, podem vir a serem mais importantes do que a experiência do empreendedor.

A análise da resposta do investidor 2 sugere que a importância está na qualidade e no brilhantismo do empreendedor, e não apenas na experiência do empreendedor.

O investidor 4 se distancia dos outros investidores entrevistados quando cita que a experiência do empreendedor não é considerada importante. Para este investidor, a ideia do negócio, bem como o modelo do negócio são critérios mais importantes a serem analisados.

Ao dizer que a experiência do empreendedor não é importante, a fala do investidor 4 acaba por ser conflitante quando comparada à sua resposta sobre os principais motivos que o levam a investir em uma startup, onde, dentre os motivos citados, encontra-se a “confiabilidade na pessoa técnica”.

Já o investidor 1 refere-se ao empreendedor como peça fundamental da *startup*, onde cita que prefere “ter um empreendedor bom e o negócio ser mais ou menos do que o negócio excelente e o empreendedor ruim”.

Quando questionado, no item 5.1.1 deste trabalho, acerca das maiores dificuldades para se investir em uma startup, o investidor 1 citou 3 dificuldades relacionadas diretamente ao empreendedor: falta de estratégia, falta de visão do empreendedor em relação ao negócio, ego do empreendedor.

O fato de o empreendedor aparecer tanto nas dificuldades para investir quanto como peça-chave na startup sugere que, para o investidor 1, o empreendedor exerce papel de destaque em sua análise antes de investir na startup.

Tanto o investidor 3 quanto o investidor 5 relacionam a experiência do empreendedor ao seu papel na startup. Observa-se que, para estes investidores, o conhecimento técnico do empreendedor é fundamental, pois destacam seu papel na aprendizagem e no sucesso do negócio.

A análise das respostas demonstra que 3 dos 5 IA brasileiros entrevistados acham importante a análise da experiência do empreendedor antes de investir em uma startup.

Nos trabalhos de Mason e Harisson (2002), no Reino Unido, e de Feeney et al. (1999) no Canadá, a experiência e o conhecimento do empreendedor são citados como critérios essenciais para investimento. Já no trabalho de Sudek (2006) a experiência do empreendedor é citada como o sexto critério mais importante, dentre 25 analisados; assim como, no trabalho de van Osnabrugge (2000), a experiência do empreendedor aparece no quarto lugar entre os critérios analisados.

Desta forma, ainda que 3 dos 5 entrevistados deem importância à experiência do empreendedor, pode-se entender que os IA brasileiros entrevistados diferem dos IA de outros países quanto a este critério.

5.4.8.1 Experiência do Empreendedor – análise dos especialistas

Os especialistas foram entrevistados a fim de contribuir sobre a importância da experiência do empreendedor como critério de decisão de investimento.

Desta forma, suas respostas são apresentadas no quadro 39.

Quadro 39 – Importância do critério de experiência do empreendedor – especialistas

Dimensão	Empreendedor
Critério	Experiência do empreendedor
Especialista	Citação
Especialista 1	"Eu acho que quando você está investindo, investidor anjo entrando, ele está, sobretudo investindo numa pessoa"; "só a ideia sozinha não quer dizer nada mas se essa pessoa está com a ideia e ele tem o conhecimento, ele fez um doutorado naquele assunto, isso nos dá muito mais segurança de que aquele produto irá funcionar."
Especialista 2	"Eu acho que é dos mais importantes, eu vi que na sua questão aqui tá dividindo experiência de histórico e outras coisas, às vezes é difícil separar esses itens"; "essa distância entre pessoa e negócio se dá muito pequena no universo do empreendedor, ao contrário do que acontece no mundo empresarial, então por exemplo, na área de tecnologia o cara precisa ter um DNA tecnológico relevante, se não ele não vai conseguir tocar esse Business quando esse Business ganhar complexidade maior"
Especialista 3	"É total. É ele mostrar que ele mais do que saber desenvolver aquele produto, aquele serviço, aquele negócio, ele está envolvido com aquilo. Ele já estuda isso muito antes dele abrir a "Startup" dele, ele já trabalhou nesse mercado, já vem estudando isso aqui e lá fora, já estudou a concorrência e olhou todas as interfaces daquela tecnologia, então para o investidor entender essa aderência do empreendedor e essa interface amento com todo mundo do desenvolvimento, é tudo importante. Isso é fundamental."

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que todos os entrevistados concordam quanto à importância da experiência do empreendedor como critério de decisão de investimento.

Os especialistas 2 e 3 assemelham-se em suas respostas quando falam da experiência do empreendedor relacionando-a ao entendimento técnico do produto/serviço aliado à sua capacidade de gerir o negócio.

Nota-se que, para os especialistas 2 e 3, é importante que o empreendedor, mais do que estudar, tenha conhecimento e vivência na área da startup. Esta visão dos especialistas 2 e 3 pode ser vista nos trechos das entrevistas transcritos abaixo:

[...] na área de tecnologia o cara precisa ter um DNA tecnológico relevante, se não ele não vai conseguir tocar esse Business quando esse Business ganhar complexidade maior." (especialista 2)

[...] ele já estuda isso muito antes dele abrir a "Startup" dele, ele já trabalhou nesse mercado, já vem estudando isso aqui e lá fora, já estudou a concorrência e olhou todas as interfaces daquela tecnologia [...] (especialista 3).

Quanto ao especialista 1, observa-se que sua análise recai, além da experiência, no estudo do empreendedor. Conforme descreve o próprio especialista 1, *"se essa pessoa está com a ideia e ele tem o conhecimento, ele fez um doutorado naquele assunto, isso nos dá muito mais segurança de que aquele produto irá funcionar"* (especialista 1).

A comparação das respostas dos especialistas com os IA mostra diferenças nas opiniões sobre a importância da experiência do empreendedor.

Enquanto 2 dos 5 IA disseram que outros critérios podem ser mais importantes do que a experiência do empreendedor, para os especialistas essa importância apareceu em todas as respostas.

Sendo assim, é possível entender que a experiência do empreendedor é um critério importante a ser analisado, porém não é entendido pelos IA como um critério que defina o investimento.

5.4.9 Histórico do empreendedor

Conforme detalhado por Maxwell et al. (2011) o Histórico do empreendedor, é citado em diversos trabalhos relacionados aos critérios utilizados por IA, para definirem pelo investimento ou não em uma startup.

Dentre os trabalhos, encontram-se pesquisas no Reino Unido (Mason e Harrison, 1996 e Van Osnabrugge, 2000); no Canadá (Bacher e Guild, 1999); na Suécia (Landström, 1998) e nos EUA (Sudek, 2006 e Paul et al., 2007)

Alguns dos estudos internacionais citados no parágrafo acima apontam que o histórico do empreendedor está entre os critérios de decisão de investimento mais citados pelos entrevistados. No trabalho de Sudek (2006) junto a IA dos EUA o histórico do empreendedor apareceu no 12º lugar entre os critérios analisados; bem como apresenta van Osnabrugge (2000) no Reino Unido, para o qual, em seu trabalho, o histórico do empreendedor aparece entre os dez critérios mais citados pelos IA.

A fim de entender se o histórico do empreendedor é considerado um item importante pelos IA entrevistados no Brasil, foi elaborada a seguinte questão: *Qual a importância que a histórico do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

As respostas dos entrevistados são sintetizadas no quadro 40.

Quadro 40 – Importância do critério de Histórico do empreendedor

Dimensão	Empreendedor
Critério	Histórico do empreendedor
Definição	
Landström (1998)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança
Investidor	Citação
Investidor 1	Faz diferença; considero se ele já teve empresa, se ele tem conhecimento corporativo no mercado que ele tá atuando; isso dá um “up” neles, faz com que a gente entenda; tem a ver com o mercado que eles atuam, eles atuaram no mundo corporativo, entenderam a necessidade e daí foram atuar, acho que isso é muito relevante, porque eles conhecem o mercado que eles estão atuando como ninguém, e o <i>networking</i> que o cara tem já é relevante, acho que faz diferença.
Investidor 2	tem que ver o filme e não a foto; tem que ter uma história que faça sentido; histórias que não tenham uma evolução razoável não é legal, principalmente de desistências prematuras; é importante sim, mas eu acho que é importante que a história faça sentido, a história não tem que ter um roteiro pré-estipulado
Investidor 3	Primeira coisa que eu faço quando tenho indicação em um projeto, pego o nome dele e coloco no Linked in e fico estudando uns 5 minutos, não é que eu dou uma olhada eu estudo de 5 a 10 minutos pra ver o histórico dele, onde trabalhou e o que fez. Sua experiência e formação. É fundamental, até para se preparar pra depois aplicar algumas perguntas chave pra ver como ele vai se sair.
Investidor 4	é importante, mas também vai naquela dificuldade de avaliar se você vai conseguir puxar o histórico real dele; Se você for fazer uma avaliação nesse sentido pode perder um negócio e deixar de escolher o que está endividado
Investidor 5	Não vejo isso como fundamental. No vale do silício o erro ou falência de um negócio é visto até com bons olhos, pois isso agrega experiência

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se, nas respostas dos entrevistados, que apenas um dos IA, o investidor 5, não considera importante ter o histórico do empreendedor um critério de decisão de investimento. Sua análise cita como exemplo situações que ocorrem no Vale do Silício, EUA, onde, conforme sua análise, erros passados acabam por contar a favor do empreendedor.

Já os outros investidores citam o histórico do empreendedor como um critério importante.

O Investidor 1 relaciona este critério com a experiência e o *networking* criado pelo empreendedor. Para este investidor, o empreendedor ganha experiência trabalhando em empresas, cria relacionamentos com profissionais de algumas áreas, e acaba por levar esta experiência para o mercado, criando um produto ou serviço que atenda, de alguma forma, as necessidades do mercado.

A análise do investidor 1 assemelha-se à do investidor 3, para o qual o histórico do empreendedor é fundamental, incluindo sua formação. A semelhança entre as respostas pode ser verificada abaixo:

[...] tem a ver com o mercado que eles atuam, eles atuaram no mundo corporativo, entenderam a necessidade e daí foram atuar, acho que isso é muito relevante, porque eles conhecem o mercado que eles estão atuando como ninguém (investidor 1).

[...] eu dou uma olhada eu estudo de 5 a 10 minutos pra ver o histórico dele, onde trabalhou e o que fez. Sua experiência e formação. (investidor 3)

Para o investidor 4, o histórico do empreendedor é importante, porém é necessário cuidado para levantamento das informações, pois, em razão de informações incorretas, um bom negócio pode ser perdido.

Quando fala sobre o levantamento de informações, o investidor 4 concorda com o que é citado pelo investidor 3, que dá importância ao histórico do empreendedor e efetua análise na rede social Linked in antes de qualquer reunião inicial de negócio. Esta relação entre os investidores 3 e 4 pode ser observada por meios das seguintes falas dos entrevistados:

[...] é importante, mas também vai naquela dificuldade de avaliar se você vai conseguir puxar o histórico real dele [...] (investidor 4)

Primeira coisa que eu faço quando tenho indicação em um projeto, pego o nome dele e coloco no Linked in e fico estudando uns 5 minutos, não é que eu dou uma olhada eu estudo de 5 a 10 minutos pra ver o histórico dele [...] (investidor 3)

É relevante citar que a rede social Linked in é alimentada pelo próprio usuário, o que pode eliminar uma possível dúvida sobre a veracidade das informações lá informadas, situação passível de dúvida quando citada pelo investidor 3 acerca de “puxar o histórico real”.

A análise da resposta do investidor 2 sugere uma divergência de opinião com o investidor 5, quando citada a importância de experiências anteriores.

Conforme analisado neste capítulo, o investidor 5 acredita que experiências anteriores, mesmo que de insucesso, podem ser consideradas de forma positiva, como ganho de experiência, o que confronta a análise do investidor 2. Para o investidor 2, experiências anteriores de insucesso acabam por sugerir fracassos, principalmente quando relacionado a desistências. Os trechos das respostas dos investidores 2 e 5, transcritos abaixo, demonstram a discordância entre estes investidores:

Não vejo isso como fundamental. No vale do silêncio o erro ou falência de um negócio é visto até com bons olhos, pois isso agrega experiência (investidor 5).

[...] histórias que não tenham uma evolução razoável não é legal, principalmente de desistências prematuras[...] (investidor 2).

Com base nas respostas dos IA brasileiros entrevistados, sugere-se que estes dão importância ao histórico do empreendedor como um critério de decisão a ser analisado.

Desta forma, observa-se que os IA entrevistados assemelham-se a IA de outros países, como Alemanha, Reino Unido e EUA, que citam o histórico do empreendedor como um critério importante de ser analisado.

5.4.9.1 Histórico do empreendedor – análise dos especialistas

Os especialistas foram questionados sobre a importância do histórico do empreendedor como critério a ser usado por IA no processo de decisão de investimento em startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 41.

Quadro 41 – Importância do critério de Histórico do empreendedor - especialistas

Dimensão	Empreendedor
Critério	Histórico do empreendedor
Especialista	Citação
Especialista 1	"Isso é importante, sem dúvida"; "essa cultura empreendedora é uma coisa importante porque a pessoa sai como executiva achando que vai montar um negócio novo e quebra a cara, porque não tem a cultura empreendedora, e isso é uma coisa importante e muitas vezes vêm de família"; "Então às vezes a pessoa vai e quebra, depois vai de novo, então se a pessoa já teve um problema e quebrou e tal, isso não quer dizer grande coisa. Mas, se ele deu um golpe no mercado você tem que fugir, depende muito das informações que se tem".
Especialista 2	"no mínimo eu quero ver um sócio seu ou como é que você trouxe a expertise. Eu sou jornalista porque eu vou trazer expertise comercial, sabe-se lá, mas eu tenho um sócio que tem um histórico assim, ele é um cara de tecnologia"
Especialista 3	"Eu não acredito que tenha não"; "claro que quando o histórico é positivo pesa"; "o cara apareceu aqui na incubadora, está aqui dentro há 2 anos, voou naquele negócio, provou que ele é competente para aquilo, o passado não vale mais, não interessa"

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas demonstra que os especialistas divergem quando tratam da importância do histórico do empreendedor. Notou-se que os especialistas 1 e 3 referem-se ao histórico como algo que, se positivo, pode ajudar, mas se negativo, não tem interferência. O entendimento entre os especialistas pode ser verificado por meio dos seguintes trechos das entrevistas:

[...] às vezes a pessoa vai e quebra, depois vai de novo, então se a pessoa já teve um problema e quebrou e tal, isso não quer dizer grande coisa. Mas, se ele deu um golpe no mercado você tem que fugir [...] (especialista 1)

[...] o cara apareceu aqui na incubadora, está aqui dentro há 2 anos, voou naquele negócio, provou que ele é competente para aquilo, o passado não vale mais, não interessa. (especialista 3).

É possível entender, por meio do exemplo citado pelo especialista 3, que se o empreendedor for qualificado e capaz de tocar a startup, seu histórico não faz diferença.

Já o especialista 2 cita o histórico do empreendedor como importante, porém não é possível identificar se o uso do critério seria determinante em um investimento. Nota-se que este especialista cita que a expertise não precisa vir diretamente do empreendedor, conforme demonstra o seguinte trecho da entrevista:

[...] no mínimo eu quero ver um sócio seu ou como é que você trouxe a expertise. Eu sou jornalista porque eu vou trazer expertise comercial, sabe-se lá, mas eu tenho um sócio que tem um histórico assim, ele é um cara de tecnologia". (especialista 2)

Conforme o trecho da entrevista acima, é possível entender que quando o especialista 2 exemplifica ser jornalista, mas ter um sócio com histórico em tecnologia, para o ele (especialista 2), o empreendedor pode não ter história ou conhecimento técnico do negócio, porém, se tiver alguém em sua equipe que garanta este conhecimento, o negócio pode ser bem sucedido.

Com base nas respostas dos entrevistados, pode-se entender que os especialistas entendem o histórico ser importante, porém não ser um critério definidor do investimento.

Quando comparadas as respostas dos especialistas às respostas dos IA, identifica-se que os IA são mais enfáticos ao tratar este critério como importante no processo de decisão de investimento.

5.4.10 Paixão e Comprometimento do empreendedor

A paixão e comprometimento do empreendedor são definidos neste trabalho por meio da definição de Sudek (2006), onde podem ser considerados como a paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.

Como forma de entender a importância dada ao critério de paixão e comprometimento do empreendedor, os IA entrevistados responderam à seguinte questão: *Qual a importância que a paixão e comprometimento do empreendedor ao projeto tem na sua decisão de investir ou não em uma novo startup?*

Os resultados das respostas são apresentados no quadro 42.

Quadro 42 – Importância do critério de paixão e comprometimento do empreendedor

Dimensão	Empreendedor
Critério	Paixão e comprometimento do empreendedor
Definição	
Sudek (2006)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso
Investidor	Citação
Investidor 1	a paixão faz a diferença, mas às vezes a paixão estraga, às vezes o cara é tão apaixonado que ele fica cego; o comprometimento é fundamental; sem isso não dá.
Investidor 2	importante com parcimônia, um cara muito obcecado pelo negócio dele, muito apaixonado, toma decisões não tão históricas
Investidor 3	É importante. Se você está investindo numa fase de ‘seed’, 100% do seu risco depende do empreendedor. Se você estiver na fase de início de rampa 70% vem do empreendedor e os outros 30% dependem de outras coisas, que eu já tenho o negócio experimentado; Se você está em um processo de ‘stage’ já diminuiu pra 50% empreendedor, porque já tem validação, já tem a rampa e está começando a escalar de verdade, então ele já está com o negócio ali 2, 3, ou 4 anos, então ele está comprometido
Investidor 4	é necessário, super necessário. Agora, também por um lado é importante você entender se algum dia esse investidor vai querer sair do negócio ou não, ou se ele vai considerar aquilo como ‘filho’ dele, que a empresa crescendo ele terá que continuar na empresa; às vezes a paixão atrapalha
Investidor 5	Eu acho que não, eu acho que a paixão em alguns casos pode atrapalhar, a pessoa pode ser muito perfeccionista em relação à sua ideia e pouco flexível; você ter um propósito é importante, então ao invés de pensar como paixão pensar como propósito.

Fonte: elaborado pelo autor.

Quando analisam a paixão do empreendedor, é possível identificar um consenso nas respostas dos entrevistados em relação ao que a paixão, quando excessiva, pode gerar ao negócio.

Observa-se que, para os investidores 1, 2, 4 e 5, a paixão do empreendedor é entendida como um possível fator de dificuldades no negócio. Como pode ser observado nos trechos das

respostas abaixo, estes investidores consideram que a paixão excessiva pode atrapalhar a empresa.

[...] a paixão faz a diferença, mas às vezes a paixão estraga, às vezes o cara é tão apaixonado que ele fica cego [...] (Investidor 1)

[...] um cara muito obcecado pelo negócio dele, muito apaixonado, toma decisões não tão históricas [...] (investidor 2)

[...]às vezes a paixão atrapalha [...] (investidor 4)

[...]eu acho que a paixão em alguns casos pode atrapalhar, a pessoa pode ser muito perfeccionista em relação à sua ideia e pouco flexível [...] (investidor 5).

Observa-se que os investidores 1, 4 e 5 são claros ao citar que a paixão pode atrapalhar, enquanto que o investidor 2 relaciona o excesso de paixão à tomada de decisões erradas.

Ainda que concordem sobre o excesso de paixão atrapalhar o negócio, os investidores 1, 2 e 4 ressaltam que a paixão do empreendedor é importante, desde que na dose certa, como pode ser observado nas seguintes respostas: “a paixão faz a diferença” (investidor 1); “importante com parcimônia” (investidor 2); “é necessário, super necessário” (investidor 4). Neste caso, para o investidor 5, ao invés de paixão, o importante é entender o negócio como um princípio, uma meta.

Em relação ao comprometimento do empreendedor, todos os entrevistados citam como um critério importante e, para alguns, como o investidor 1, fundamental.

Já para o investidor 3, tanto a paixão como o comprometimento do empreendedor são importantes, e diminuem na medida em que o negócio cresce.

É possível observar que os IA entrevistados dão importância à paixão do empreendedor, desde que a paixão não seja excessiva. Já em relação ao comprometimento, todos concordam que é fundamental ao desenvolvimento da startup.

É possível comparar estes resultados a alguns estudos internacionais, como o de Stedler e Peters (2003), onde, em pesquisa com 230 IA na Alemanha, a impressão pessoal e os poderes e entusiasmo do empreendedor foram citados por mais de 50% dos entrevistados como critérios importantes para investimento.

Já van Osnabrugge (2000), identificou que, em pesquisa junto a IA no Reino Unido, o critério de paixão e comprometimento do empreendedor aparece em primeiro lugar dentre os critérios analisados.

Observa-se que, desta forma, a posição dos IA entrevistados difere dos estudos internacionais levantados quando dão importância à paixão e comprometimento do empreendedor, porém com ressalvas ao excesso da paixão do empreendedor.

5.4.10.1 Paixão e comprometimento do empreendedor – análise dos especialistas

Os especialistas foram entrevistados a fim de contribuir sobre a importância da paixão e comprometimento do empreendedor como critério de decisão de investimento.

Desta forma, suas respostas são apresentadas no quadro 43.

Quadro 43 – Importância do critério de experiência do empreendedor – especialistas

Dimensão	Empreendedor
Critério	Paixão e comprometimento do empreendedor
Especialista	Citação
Especialista 1	"eu acho que isso é importante, mas ao mesmo tempo eu vejo como um risco. Muitas pessoas se apaixonam de tal forma pelo seu negócio, e chega uma hora que tem que parar e não param. E aí, gastam dinheiro deles, da família e ficam todos atrapalhados porque não sabem parar"
Especialista 2	"paixão, comprometimento, essas coisas me parecem ser bem mais relevantes, agora, embora também seja mais difícil de medir, como é que eu sei o quanto o cara é apaixonado?"
Especialista 3	"Então como é que ele demonstra a paixão dele? É diferente, não é essa paixão que nós temos e demonstramos, só no dia a dia posso entender a paixão do cara, a emoção do cara pela causa, é outra coisa, por isso que essa familiaridade, essa integração com o cara, com a família dele nesses anos que eles ficam aqui (na incubadora) 3, 4 ,5 anos vai mostrar essa paixão"

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas dos entrevistados demonstra que todos dão importância à paixão e comprometimento do empreendedor, bem como é possível notar que a dificuldade em se identificar este critério.

Os especialistas 2 e 3 chegam a citar em suas respostas a dificuldade de se medir a paixão e o comprometimento do empreendedor. Os trechos abaixo mostram suas dúvidas quanto a esta dificuldade:

[...] agora, embora também seja mais difícil de medir, como é que eu sei o quanto o cara é apaixonado? (especialista 2)

[...] Então, como é que ele demonstra a paixão dele? (especialista 3)

Já para o especialista 1 a paixão do empreendedor pode ser considerada, ao mesmo tempo, boa e ruim, dependendo do grau em que ocorre. Para este especialista, o excesso de paixão pode fazer com que o empreendedor fique envolvido demais no negócio, o que pode gerar dificuldades quanto ao momento de sua saída e, até mesmo, quanto a possíveis alterações no negócio.

A comparação entre as respostas dos especialistas e dos IA, demonstra que apenas o especialista 1 aborda a paixão e o comprometimento do empreendedor da mesma forma que os IA, que também relacionam este critério como importante porém desde que a paixão do empreendedor não ocorra de forma excessiva.

Entende-se, então, que a paixão e o comprometimento do empreendedor podem ser um critério utilizado por IA no processo de análise de investimento em uma startup.

5.4.11 Integridade e confiabilidade do Empreendedor

A integridade/confiabilidade do empreendedor é entendida neste trabalho como honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável (Bacher e Gulid, 1996; Feeney et al., 1999).

Para entender a importância dada pelos IA entrevistados à integridade do empreendedor como um critério de decisão de investimento, foi elaborada a seguinte questão: *Qual a importância que a integridade e a confiabilidade do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

As respostas dos entrevistados estão transcritas, sintetizadas, no quadro 44.

Quadro 44 – Importância do critério de integridade/confiabilidade do empreendedor

Dimensão	Empreendedor
Critério	Integridade e confiabilidade do empreendedor
Definição	
Bacher e Gulid, 1996; Feeney et al., 1999	Honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável
Investidor	Citação
Investidor 1	É importante; não deveria nem ser perguntado, é o mínimo, mas no Brasil é impressionante como a gente tem que perguntar; tento adquirir isso na hora que faço a entrevista com o empreendedor, por isso a gente não faz uma reunião, a gente tenta fazer umas 3 ou 4; porque isso faz com que até essas mentirinhas bestas, que você vai vendo que o cara vai alterando, já mostra um pouquinho da confiança e integridade dele; às vezes não é nem questão de integridade, é questão de medo
Investidor 2	Aí a importância é total, ou é ou não é, é binária; gosto de dar chance para o empreendedor provar, porque senão eu saio antes;

Investidor 3	Isso é fundamental na medida em que estou investindo meu dinheiro nesse negócio; tem que ter uma análise; é uma coisa importante mas tem que analisar com critério, para não pré-julgar a pessoa.
Investidor 4	é primordial; às vezes tem uma pessoa que pode até ter se endividado e etc., mas ela é íntegra, isso é algo primordial, caráter é uma coisa primordial.
Investidor 5	Esse tipo de avaliação, a gente chama aqui de ética moral, não tem jeito de avaliar, de medir antes; então quando a gente tá falando da equipe, da química na relação das pessoas, é a forma como a gente tenta medir; o que importa é você querer ter um olhar que o empreendedor vai respeitar o negócio, vai respeitar o investidor, vai respeitar o cliente. É confiança numa relação de casal, de duas pessoas, se for rompida, você tem um problema, então antes você não consegue saber, como é que você vai investigar esse ponto, eu acho que ele é relevante, mas ele é mau analisado. Ele pode ser definido com base numa empatia que não significa que vai funcionar.

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base nas respostas dos entrevistados, sugere-se a integridade/confiabilidade é considerada, pelos IA, um critério importante a ser analisado. Observa-se similaridade nas respostas por meio de algumas palavras utilizadas pelos IA: “*é importante*” (investidor 1); “*aí a importância é total*” (investidor 2); “*isso é fundamental*” (investidor 3); “*é primordial*” (investidor 4).

Pode-se observar uma distinção no investidor 5, que cita a integridade/confiabilidade como um critério relevante, porém mau analisado. Para o investidor 5, a integridade/confiabilidade é difícil de ser analisada, e deve ser considerada com base na empatia do empreendedor com o investidor.

O investidor 1 cita a dificuldade em acreditar nos empreendedores, uma vez que, em algumas situações, acabam por mentir por medo de não ter o investimento desejado.

É possível notar que o investidor 1 realiza uma análise da integridade/confiabilidade do empreendedor por meio de encontros, que possibilitam, por meio de questões, identificar possíveis mentiras dos empreendedores.

A análise da resposta do investidor 1 assemelha-se à do investidor 3, que ressalta que é necessária uma análise com critério, a ser definido pelo investidor, para que não exista pré-julgamento do empreendedor.

Na resposta do investidor 2 é possível notar a importância da integridade/confiabilidade do empreendedor quando cita dar chances para o empreendedor mostrar-se confiável. Pode-se entender um alinhamento ao pensamento do investidor 1, que realiza reuniões que dão chance ao empreendedor de mostrar seu trabalho de forma íntegra e confiável.

O investidor 4 dá importância à integridade/confiabilidade do empreendedor quando cita ser primordial, porém, sua resposta sugere, também, uma análise que defina se possíveis erros passados são por falta de integridade ou por dificuldades do próprio empreendedor. Isso pode ser entendido por meio do seguinte trecho da entrevista: “às vezes tem uma pessoa que pode até ter se endividado e etc., mas ela é íntegra” (investidor 4).

A análise das respostas sugere a importância dada pelos IA entrevistados ao critério de integridade/confiabilidade do empreendedor assemelha-se aos resultados de pesquisas no Canadá (Feeney et al., 1999; Bacher e Guild, 1996), no Reino Unido (van Osnabrugge, 2000) e nos EUA (Sudek, 2006).

O estudo de Feeney et al (1999) identificou que a integridade e a confiabilidade do empreendedor foram citados como atributos essenciais dos empreendedores, resultado similar ao de Bacher e Guild (1996), para os quais a integridade/confiabilidade do empreendedor foi identificada como um importante critério usado pelos IA canadenses.

Já no trabalho de van Osnabrugge (2000), a integridade/confiabilidade do empreendedor aparece como o segundo critério mais citado pelos IA britânicos, resultado próximo ao de Sudek (2006) nos EUA, onde a integridade/confiabilidade do empreendedor aparece como o principal critério de decisão de investimento.

Desta forma, entende-se que, os IA brasileiros entrevistados assemelham-se aos IA do Reino Unido, do Canadá e dos EUA, quando dão importância à integridade/confiabilidade do empreendedor como critério de decisão de investimento em uma *startup*.

5.4.11.1 Integridade e Confiabilidade – Análise Dos Especialistas

Como forma de contribuir no entendimento da importância do uso dos critérios de decisão por IA, foi levantada a opinião de especialistas sobre a importância do critério de integridade e honestidade do empreendedor.

As respostas dos especialistas estão apresentadas no quadro 45.

Quadro 45 – Importância do critério de integridade/confiabilidade do empreendedor-especialistas

Dimensão	Empreendedor
Critério	Integridade e confiabilidade do empreendedor
Especialista	Citação
Especialista 1	"é importante sim; mas também vejo que o empreendedor, na forma de tratar as pessoas que vão trabalhar com, ele é diferente de uma grande empresa"; "aquele executivo que trata a pessoa com certa distância, isso não funciona no pequeno negócio, é preciso ter uma relação com as pessoas que trabalham com você"
Especialista 2	"O empreendedorismo é alimentado pelo networking, relacionamento é tudo, na relação empreendedora, então às vezes o relacionamento vem antes de um Business Plan"; "eu coloco no ar o que meus relacionamentos permitem, aí você vê a maximização de, por exemplo, o empreendedorismo de certos agrupamentos étnicos ou religioso, judeu, por exemplo, de modo que isso, por causa de ações de confiança, cresça"; "A confiança é a moeda mais importante que há nas relações humanas, ainda mais quando é nesse contexto."
Especialista 3	"É importante, mas tem que demonstrar"; "se a Serasa dele é ruim...a gente vai relevando, depois que ele entrar aqui dentro é ele e nós"; "eu gosto de me envolver com o dia a dia do empreendedor até pra saber porque que ele tá fora do eixo"

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no quadro 45 é possível verificar que os especialistas pensam da mesma forma quando citam que integridade e a confiabilidade do empreendedor são itens importantes na análise do negócio. Todos os especialistas veem este critério como importante.

É possível observar que o especialista 1 relaciona a integridade e a confiabilidade do empreendedor à sua maneira de lidar com todos os envolvidos no processo. Pode-se notar pelo exemplo citado pelo especialista 1 que, para ele, a confiabilidade do empreendedor passa pelo trato com a equipe e com o investidor.

Já o especialista 2 concorda com o especialista 1 ao citar a rede de relacionamentos como um diferencial do empreendedor. Dessa forma, pode-se identificar uma similaridade entre os especialistas 1 e 2, quando relacionam a confiabilidade do empreendedor está no relacionamento dele com seus pares mais próximos. Esta similaridade entre os especialistas pode ser verificada nos seguintes trechos das entrevistas:

[...] aquele executivo que trata a pessoa com certa distância, isso não funciona no pequeno negócio, é preciso ter uma relação com as pessoas que trabalham com você [...] (especialista 1)

O empreendedorismo é alimentado pelo networking, relacionamento é tudo, na relação empreendedora, então às vezes o relacionamento vem antes de um Business Plan... A

confiança é a moeda mais importante que há nas relações humanas, ainda mais quando é nesse contexto[...] (especialista 2)

Já o especialista 3 cita que a integridade e a confiabilidade do empreendedor são importantes, porém só são possíveis de serem vistas no dia-a-dia da startup. A análise da resposta sugere que, para este especialista, o histórico pode ser relevado para que a confiança seja demonstrada pelo empreendedor.

O fato de o especialista 3 ser diretor em uma das maiores incubadoras de empresas do Brasil pode sugerir que, em razão de atuar, na incubadora, como um mentor dos empreendedores, este especialista tenha mais afeição a dar chances ao empreendedor, independente do seu histórico.

Quando comparamos as respostas dos especialistas às respostas dos IA, é possível notar similaridade quando a grande maioria dá importância à integridade e confiabilidade do empreendedor como um critério de decisão de investimento.

Desta forma, pode-se entender que o critério de integridade e confiabilidade do empreendedor é importante no processo de decisão de investimento de IA em startups.

5.4.12 Rentabilidade real

A rentabilidade real é o primeiro critério analisado dentro da dimensão Financeira proposta por Maxwell et al. (2011).

Neste trabalho, o critério de rentabilidade é entendido como informações de rentabilidade reais e projetadas pelo empreendedor (MASON e HARRISON, 2003).

A fim de entender se a rentabilidade real é um critério importante para os IA brasileiros, elaborou-se a seguinte pergunta: *Qual a importância que a rentabilidade real tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por rentabilidade real as informações de rentabilidade reais e projetadas para o negócio, fornecidas pelo empreendedor.*

As respostas dos entrevistados são sintetizadas no quadro 46.

Quadro 46 – Importância do critério de rentabilidade real

Dimensão	Finanças
Critério	Rentabilidade real
Definição	
Mason e Harisson (2003)	informações de rentabilidade reais e projetadas para o negócio, fornecidas pelo empreendedor
Investidor	Citação
Investidor 1	extremamente relevante; isso é um critério que eu quase não uso, porque a maior parte dos empreendedores não sabe fazer
Investidor 2	pra você fazer um investimento, você tem que imaginar que, seu negócio dando certo, ele vai dar uma rentabilidade que você não precisa calcular; se você tiver que fazer um modelo, cai fora, porque é tão apertado que qualquer coisa que dê errada, não vai dar certo; se tiver que fazer muita conta, é porque está apertado, e aí não compensa
Investidor 3	A parte financeira é muito importante, pois todo mundo entra no negócio para ganhar. A projeção é tudo, o “ <i>valluation</i> ” justo e honesto; os empreendedores se encontram nos eventos e se perguntam - “Ah quanto você está pedindo, quanto está valendo a sua empresa?”, e então a máxima do momento, “quero um milhão por 10%”, e então todas as empresas valem 10 milhões, é a máxima.
Investidor 4	muito importante. O primeiro cenário que é apresentado sempre é muito favorável; é uma situação difícil, faltam custos, principalmente projetos de venda, porque são difíceis de você realmente executá-las; Da mesma forma o grande problema do ponto de vista de rentabilidade, de saúde financeira da empresa, chama-se fluxo de caixa; às vezes aquele número não é real, porque foi uma conta de padaria, não foi uma conta financeira
Investidor 5	no conceito isso é muito difícil de se pensar, porque tanto a lucratividade, quanto a rentabilidade elas são resultados do lucro líquido e que o principal é vendas, pra você ter um lucro líquido você precisa ter vendas e essas curvas todas se baseiam numa curva de vendas que é um “guess”, que é uma estimativa, um chute; é um ponto importante, mas ele também vai pra um lado subjetivo e eu acho que deveria se olhar a margem de contribuição mais do que se olha o faturamento total.

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se similaridade no discurso dos entrevistados quando falam da importância da rentabilidade no negócio. Apesar de acharem um critério relevante e importante, os IA entrevistados ressaltam a dificuldade em analisar este critério, uma vez que as informações fornecidas não são confiáveis.

É possível observar a dificuldade em analisar este critério por meio de trechos das respostas dos entrevistados, como:

“é um critério que eu quase não uso, porque a maior parte dos empreendedores não sabe fazer” (investidor 1)

“se tiver que fazer muita conta, é porque está apertado, e aí não compensa” (investidor 2)

“às vezes aquele número não é real, porque foi uma conta de padaria, não foi uma conta financeira” (investidor 4)

“no conceito isso é muito difícil de se pensar” (investidor 5)

“pra você ter um lucro líquido você precisa ter vendas e essas curvas todas se baseiam numa curva de vendas que é um “guess”, que é uma estimativa” (investidor 5)

O investidor 1, ainda que ressalte que a rentabilidade é um critério importante a ser analisado, afirma não utilizá-lo nas suas análises, em razão da dificuldade dos empreendedores em apresentarem informações realistas.

A análise da resposta do investidor 2 sugere que ele não se utiliza deste critério, uma vez que, para este investidor, a necessidade de muitos cálculos significa que o negócio tem uma margem pequena de lucro e que não vale a pena o investimento.

Para o investidor 3, a rentabilidade real é importante de ser analisada, porém existem dificuldades na disponibilidade de informações realistas. Este investidor relata sua dificuldade por meio de sua experiência em feiras, onde, segundo o próprio investidor, encontra-se um padrão para valores das startups, sem que haja um estudo do valor e do potencial de rentabilidade real. Esta situação pode ser evidenciada por meio do seguinte trecho da entrevista:

[...] os empreendedores se encontram nos eventos e se perguntam - “Ah quanto você está pedindo, quanto está valendo a sua empresa?”, e então a máxima do momento, “quero um milhão por 10%”, e então todas as empresas valem 10 milhões, é a máxima.” (investidor 3)

Os investidores 4 e 5 também dão importância à rentabilidade real, e, assim como os outros entrevistados, relatam suas dificuldades em obter informações realistas. Estes investidores, porém, relacionam a necessidade de um planejamento para as vendas, que, para ambos, raramente ocorre.

A análise das respostas reforça as dificuldades de informação relatadas pelos entrevistados quando foram questionados sobre a dificuldade encontrada para investir em uma startup¹², onde, nas respostas, observou-se a presença de motivos relacionados ao empreendedor e à dificuldade de obter informações realistas por ele fornecidas.

Ao compararmos as respostas dos IA brasileiros entrevistados com trabalhos internacionais, é possível observar similaridade quando tratada a importância da rentabilidade real.

No Canadá, Feeney et al. (1999) identificaram que, dentre os atributos essenciais do negócio, a rentabilidade e o retorno estão entre os mais citados pelos IA canadenses. Na Alemanha, por meio da pesquisa de Stedler e Peters (2003), observou-se que 34% dos entrevistados

¹² As dificuldades para investir em uma startup são apresentadas no item 5.1.1 deste trabalho.

citaram a rentabilidade como um critério “muito importante”, sendo que mais 38% citaram a importância em atingir a rentabilidade rapidamente.

Com base na análise apresentada, sugere-se que os IA brasileiros entrevistados nesta pesquisa assemelham-se a IA de outros países quando dão importância ao critério de rentabilidade real. Porém, ressalta-se a dificuldade apresentada pelos IA brasileiros em obter informações realistas.

Desta forma, pode se entender que, ainda que deem importância à rentabilidade real, nem todos os entrevistados se utilizam da sua análise para definir ou não por um investimento.

5.4.12.1 Rentabilidade real – análise dos especialistas

Como forma de contribuir e agregar informações sobre os critérios de decisão de investimento, os especialistas foram questionados sobre a importância da rentabilidade real no processo de decisão de investimento de IA em startups.

Quadro 47 – Importância da rentabilidade real – especialistas

Dimensão	Financeira
Critério	Rentabilidade Real
Especialista	Citação
Especialista 1	"Acho que o investidor anjo tem que olhar sim a forma realista, sobretudo de ter a certeza de que aquilo vai trazer um resultado, porque papel aguenta qualquer coisa"
Especialista 2	"Claro, e de alto risco, altos retornos, porque se não, nessa economia de alto juro no Brasil, o investidor pega o dinheiro dele e aplica"; "agora, a palavra realista da sua pergunta também é interessante, porque o cara vai lá e mostra uma planilha Excel que tem gráficos assim altos, definidamente vão aos céus, que espetáculo, mas me conta aí quais são os riscos, que premissas você tem atrás dessa conta"; "gosto por exemplo quando o cidadão já pensa em análise de cenários por exemplo, se as variáveis podem variar daqui até aqui, possíveis flutuações disso"
Especialista 3	"ele olha sim a rentabilidade daquele produto que está pronto, como é que está a planilha de formação de custo de produto e como é que é margem de rentabilidade que esse empreendedor quer, botou como meta, se existe produto concorrente"; "mas eu diria pra você que num primeiro momento não é o item mais importante para o investidor Anjo"

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas dos especialistas demonstra que os especialistas 1 e 2 assemelham-se ao citarem a rentabilidade real como um critério importante a ser analisado, enquanto o especialista 3 impõe ressalvas à importância deste critério.

Para os especialistas 1 e 2, a rentabilidade real está relacionada à forma como foi elaborada, ou seja, aos cálculos realizados para elaboração da rentabilidade planejada, o que pode ser visto nos seguintes trechos das suas respostas:

Acho que o investidor anjo tem que olhar sim a forma realista, sobretudo de ter a certeza de que aquilo vai trazer um resultado, porque papel aguenta qualquer coisa. (especialista 1)

[...] agora, a palavra realista da sua pergunta também é interessante, porque o cara vai lá e mostra uma planilha Excel que tem gráficos assim altos, definidamente vão aos céus, que espetáculo, mas me conta aí quais são os riscos, que premissas você tem atrás dessa conta. (especialista 2)

Já o especialista 3, apesar de afirmar que o IA analisa a rentabilidade real, acaba por citar que este critério não é o item mais importante a ser analisado.

Nota-se, na resposta do especialista 3, que a rentabilidade está associada a outras análises, como a formação do custo do produto e a análise de concorrentes.

Quando comparados aos IA, os especialistas apresentam similaridade em suas respostas, não apenas ao indicarem a importância da rentabilidade real como um critério importante de ser analisado, como na importância da veracidade das informações prestadas pelos empreendedores.

Portanto, com base nas respostas dos entrevistados, entende-se que o critério de rentabilidade real é importante e pode ser usado como critério de decisão de investimento pelos IA.

5.4.13 Plano de Negócios/Apresentação

Neste trabalho, o critério de plano de negócios é abordado com base nos trabalhos de Mason e Harrison (2003), Feeney et al. (1999). Observa-se que este critério abrange tanto a elaboração do Plano de Negócios como sua apresentação aos IA.

Desta forma, o critério de Plano de negócios/apresentação é definido aqui como um bom Plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor.

A síntese das respostas dos entrevistados acerca da importância dada por eles à apresentação do plano de negócios é apresentada por meio do quadro 48.

Quadro 48 – Importância do plano de negócios/apresentação

Dimensão	Finanças
Critério	Plano de negócios/apresentação
Definição	
Mason e Harisson (2003); Feeney et al. (1999)	um bom Plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor.
Investidor	Citação
Investidor 1	O Plano de negócios é importante, isso faz diferença, assim como a apresentação faz diferença; não vou cortar pela apresentação; se eu considerar só a apresentação você não investe em nada; mas uma boa apresentação você já vê a cara do empreendedor e o quanto ele tá comprometido
Investidor 2	tem que ter, não dá pra não ter; cada um escreve o que quer; não dá pra você não ter, você tem que ter aquilo como um norte; é coisa que tem que fazer e não dá pra dar muito peso nisso não
Investidor 3	Eu diria que tem que ter três coisas, não só duas, são três. É o Plano de negócios atualizadíssimo, a segunda “valorização”, e ele precisa ter um “pitch”, o discurso, ou o que o mercado chama de “elevator pitch”, que é uma mensagem onde você explique o que você faz em 5 segundos ou 10 segundos.
Investidor 4	considero que atrelado a ele está toda a perspectiva que você perguntou antes, mercado, chances de crescimento; A rentabilidade, os cenários, tudo isso está amarrado ao plano, avaliar os concorrentes. O plano de negócios te dá um panorama geral de tudo isso.
Investidor 5	O plano de negócio é a soma de quase tudo isso que a gente falou; a apresentação em si é o momento onde você tem a sensibilidade; aquele papo de perceber se o cara respeita, se o cara tem ética; eu acho importante na apresentação, a capacidade oratória de conduzir as pessoas para um fim, isso tudo é a apresentação e não um plano de negócios. Então a apresentação ela é importante nesse sentido.

Fonte: elaborado pelo autor.

Observou-se que o plano de negócios é tratado como um critério importante por 4 dos 5 IA entrevistados. Apenas o investidor 2 não apresenta discurso que dê ênfase à importância do Plano de negócios.

É possível observar que o Investidor 2 cita a necessidade do Plano de Negócios como critério básico, que não tem como não ter, sem muita importância no processo de decisão de investimento. Para este investidor, “*você tem que ter aquilo (plano de negócios) como um norte; é coisa que tem que fazer e não dá pra dar muito peso nisso não*”. (Investidor 2)

Já os outros investidores dão importância do plano de negócios, como os investidores 4 e 5, que citam sua importância quando relacionam o Plano de negócios a diversos critérios e dimensões já citadas neste trabalho. Estas citações podem ser evidenciadas por meio das seguintes falas:

[...] *“considero que atrelado a ele está toda a perspectiva que você perguntou antes, mercado, chances de crescimento. O plano de negócios te dá um panorama geral de tudo isso”.* (investidor 4)

[...] *“O plano de negócio é a soma de quase tudo isso que a gente falou” [...]* (investidor 5)

Já os investidores 1, e 3, além de darem importância ao Plano de negócios, concordam quando falam sobre a importância da apresentação do plano. Nota-se esta situação por meio dos seguintes trechos das entrevistas:

“se eu considerar só a apresentação você não investe em nada; mas uma boa apresentação você já vê a cara do empreendedor e o quanto ele tá comprometido” (investidor 1)

“precisa ter um “pitch”, o discurso, ou o que o mercado chama de “elevator pitch”, que é uma mensagem onde você explique o que você faz em 5 segundos ou 10 segundos.” (investidor 3)

Pode-se observar que, para estes investidores, a o discurso do empreendedor têm valor, principalmente quando explica pontos do negócio oferecido para investimento. Ressalta-se, ainda, que mesmo que deem importância à apresentação do plano de negócios, os investidores não o colocam como um critério restritivo, como cita o investidor 1: *“não vou cortar pela apresentação; se eu considerar só a apresentação você não investe em nada”*.

A análise das respostas dos entrevistados sugere que os IA brasileiros entrevistados dão importância ao critério de plano de negócios e à sua apresentação. Porém, notou-se que este critério é abordado pelos entrevistados de forma menos restritiva, ou seja, é critério que deve ser analisado, porém não pode impedir um investimento.

Entende-se, desta forma, que outros critérios, além do Plano de negócios, devem ser analisados pelos entrevistados.

Ao compararmos as respostas desta pesquisa com outras pesquisas internacionais, nota-se que os IA brasileiros entrevistados assemelham-se aos IA de outros países, uma vez que, dentre estudos realizados na Suécia (Landström, 1998), na Alemanha (Stedler e Peters, 2003), no Reino Unido (van Osnabrugge, 2000) e nos EUA (Sudek, 2006), o Plano de negócios e sua apresentação não aparecem como um dos critérios mais citados pelos entrevistados.

5.4.13.1 Plano de negócios/Apresentação – análise dos especialistas

Os especialistas foram entrevistados a fim de contribuir sobre a importância do plano de negócios e sua apresentação como critério de decisão de investimento.

Desta forma, suas respostas são apresentadas no quadro 49

Quadro 49 – Importância do Plano de negócios/apresentação – especialistas

Dimensão	Finanças
Critério	Plano de negócios/apresentação
Especialista	Citação
Especialista 1	"importante, porque muitas vezes você vai encontrar pessoas que são excelentes técnicos, mas não sabem se expressar"; "Não precisa ter quadros lindos, bonitos, mas precisa ser sobretudo claro, com princípio, meio e fim, uma coisa que a pessoa entenda e não fique perdido"; "Acho que a diferença que a gente vê de um plano de negócios para um plano estratégico, é que em um plano de negócios você evolui mais a criatividade para desenvolver alguma coisa, e em um plano estratégico tem basicamente os mesmos itens, que você acaba olhando, mas você olha mais um plano de futuro"; "Então acho que, o plano de negócios sozinho dá uma ideia, mas o mais importante seria desenvolver um plano estratégico."
Especialista 2	"Bom <i>Business Plan</i> acho que é a condição mínima, tem aquele negócio, se o cara vem com um <i>Business Plan</i> esculhambado não, mas ter vindo com <i>Business Plan</i> de alta qualidade não é diferencial"; "Me parece que o <i>Business Plan</i> não é um critério diferenciador, é um critério mínimo de desempenho"
Especialista 3	"Você só ganha o investidor naqueles minutos da apresentação do plano de negócio. O <i>“Approach”</i> inicial que você ganha, ou perde"; "a Startup vai ganhar o investidor na maneira como ela vai vender o plano de negócio, uma apresentação clean, limpa, objetiva, com aqueles pontos que a gente aqui detecta"; "é fundamental o plano de negócio bem explicado, se tem faturamento, se não tem faturamento, e o cor da coisa onde que é a pegada diferenciada, isso é fundamental pro investidor"

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas dos especialistas propicia identificar que o plano de negócios é um importante critério a ser analisado antes do investimento em uma startup.

Nota-se que, na visão dos especialistas, este é um critério que pode ser considerado básico, ou seja, não é um diferencial, mas sua ausência ou fraca apresentação pode ser motivo de recusa do IA. A importância dada ao Plano de negócios e sua apresentação pode ser evidenciada nos trechos das entrevistas, transcritos abaixo:

“Não precisa ter quadros lindos, bonitos, mas precisa ser sobretudo claro, com princípio, meio e fim, uma coisa que a pessoa entenda e não fique perdido”. (especialista 1)

“Bom Business Plan acho que é a condição mínima, tem aquele negócio, se o cara vem com um Business Plan esculhambado não, mas ter vindo com Business Plan de alta qualidade não é diferencial”. (especialista 2)

[...] "é fundamental o plano de negócio bem explicado, se tem faturamento, se não tem faturamento, e o cor da coisa onde que é a pegada diferenciada, isso é fundamental pro investidor". (especialista 3)

A análise das respostas propõe que os especialistas 2 e 3 relacionam o plano de negócios e uma boa apresentação como requisito mínimo para o IA analisar.

Já o especialista 1, além de dar importância ao plano de negócios, contribui com uma análise acerca da importância do plano estratégico para a startup. Para este especialista o plano estratégico possibilita uma visão mais clara de futuro da startup, e pode ser encarada como diferencial no entendimento do negócio.

A comparação das respostas dos especialistas com os IA demonstra que há consenso sobre a importância do plano de negócios e da sua apresentação como critério de decisão de investimento.

Porém, quando se trata de ser um critério restritivo, ou seja, que se não estiver bom pode implicar na desistência do investimento, notou-se divergência por parte dos IA, que consideram que o Plano de negócios pode ser ajustado por meio da mentoria do empreendedor.

5.4.14 ROI – Retorno sobre o Investimento/valorização

Nesta pesquisa, o critério de Retorno sobre o Investimento – ROI/valorização é definido com base em Sudek (2006), Steedler e Peters (2003), Feeney et al. (1999), onde, a partir destes autores, definiu-se este critério como *Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.*

As respostas dos entrevistados foram dadas à seguinte questão: *Qual a importância que o ROI/valorização tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por ROI/valorização informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.*

As respostas dos entrevistados são sintetizadas no quadro 50.

Quadro 50 – Importância do ROI/valorização

Dimensão	Finanças
Critério	ROI/valorização
Definição	
Sudek (2006), Steedler e Peters (2003), Feeney et al. (1999)	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída
Investidor	Citação
Investidor 1	É importante; o "ROI" a gente considera (grupo de investidores) inicialmente pelo menos um ano, mas a gente considera, 1 ano, 2, e a gente entende que tem projetos que estão com a gente que vão demorar 3 anos
Investidor 2	Importante lá em cima, de novo, a quero um "ROI" de 25 ao ano, não tem que ser...depende do que investiu e da expectativa do negócio
Investidor 3	O retorno é importante, assim como a valorização; sem isso não dá para investir; mas tem que ser realista, não adianta chegar com valor padrão
Investidor 4	São importantes sim, principalmente se você tiver em mente nova abertura de capital ou novo investimento; E o retorno do investimento, acho que está atrelado exatamente nisso porque dificilmente o negócio por si só vai pagar a sua retirada; muitas vezes pra você ter uma saída vai precisar de um novo investidor que entre e compre a sua parte
Investidor 5	Sim, é a variável-chave fazer essa conta de quanto vai valorizar, então é o pensamento da saída, isso aqui vai pra quanto?

Fonte: elaborado pelo autor.

É possível observar que os IA entrevistados entendem o ROI/valorização como um critério importante a ser analisado.

Alguns dos entrevistados, como os investidores 4 e 5, relacionam a valorização a uma possível saída do negócio, uma venda futura ou abertura de capital. Para o investidor 5, o ROI/valorização é uma variável-chave do investimento, assim como o investidor 4, que fala da saída do negócio como forma fundamental de retorno, uma vez que, para o investidor 4, *"dificilmente o negócio por si só vai pagar a sua retirada"*.

Os outros IA entrevistados são objetivos ao falarem da importância do ROI/valorização. O investidor 1 cita este como um importante critério a ser analisado, e trabalha com prazos de retorno do investimento, que variam de 1 a 3 anos.

Já os investidores 2 e 3 ressaltam a importância do ROI/valorização e concordam quanto à expectativa do retorno do negócio como análise, uma vez que, de acordo com suas respostas, entende-se que esta expectativa deva ser realista e realizável.

Com base nas análises das respostas, pode-se indicar que os IA brasileiros entrevistados dão importância à análise do ROI/valorização como critério de decisão de investimento,

relacionando-o, principalmente, à liquidez do negócio, critério a ser analisado mais à frente neste trabalho.

Quando comparadas a pesquisas de outros países, a análise das respostas desta pesquisa assemelha-se a resultados nos EUA (Sudek, 2006) e no Reino Unido (van Osnabrugge, 2000), onde o ROI/valorização foi ranqueado em 8º e em 11º, respectivamente, entre os critérios de decisão de investimento mais citados.

5.4.14.1 ROI – Retorno sobre o Investimento/Valorização – análise dos especialistas

Como forma de agregar informações no entendimento da importância do ROI/valorização como critério de investimento, foram entrevistados especialistas nos assuntos de empreendedorismo e startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 51.

Quadro 51 – Importância do ROI/valorização – especialistas

Dimensão	Finanças
Critério	ROI/Valorização
Especialista	Citação
Especialista 1	"não acho que seja tão importante porque acho que vai ser uma consequência. Se tiver um produto com bom valor, segurança de venda e etc., aquilo sozinho se vende e vai ter uma valorização do negócio como um todo, sem dúvida."
Especialista 2	"“IPO” é mais difícil, mas de repente um “Venture Capital” ou um investidor que compra um percentual, comprando pela operação, que é uma distância tão grande que eu acho que eles não visualizam isso"; "Se eu fosse um investidor eu analisaria o ativo, porque essa que é a diferença de eu ser um profissional no local que eu estou trabalhando para a construção de ativo"
Especialista 3	"O Brasil é fraco na formação e na cultura de “valuation”; todo empreendedor acha que a empresa dele, o negócio dele tem um valor que a hora que o investidor chega ele traz aquele valor praquels critérios que ele tem de cálculo que quase sempre tem um choque, que se ele não for administrado, ele causa uma inviabilidade de continuidade nos negócios, porque a realidade de negócio do que o que o empreendedor quer e valorizou o negócio dele difere completamente da pegada aqui do investidor"

Fonte: elaborado pelo autor.

Por meio da análise das respostas notou-se que os especialistas não veem o ROI/Valorização como um critério importante a ser analisado.

É possível identificar consenso entre os especialistas quando estes relatam a dificuldade em se analisar o retorno e a valorização esperados no investimento. Este consenso pode ser observado por meio dos seguintes trechos das entrevistas:

[...] não acho que seja tão importante porque acho que vai ser uma consequência. Se tiver um produto com bom valor, segurança de venda e etc., aquilo sozinho se vende e vai ter uma valorização do negócio como um todo, sem dúvida. (especialista 1)

Se eu fosse um investidor eu analisaria o ativo, porque essa que é a diferença de eu ser um profissional no local que eu estou trabalhando para a construção de ativo (especialista 2)

O brasil é fraco na formação e na cultura de “valuation”; todo empreendedor acha que a empresa dele, o negócio dele tem um valor que a hora que o investidor chega ele traz aquele valor praqueles critérios que ele tem de cálculo que quase sempre tem um choque [...] (especialista 3)

É possível notar que, para o especialista 1, o ROI e a valorização soa consequência de um bom produto, que gere valor ao mercado, o que já foi citado por este especialista em outros critérios na entrevista.

Já o especialista 2 relata a dificuldade de acontecimento de uma abertura de capital (IPO¹³), e sugere que, ao invés da análise do ROI/Valorização, deve-se analisar o potencial para construção do ativo da empresa.

A análise da resposta do especialista 3 possibilita entender que, na sua visão, existe dificuldade na cultura brasileira para entendimento e elaboração do potencial de valorização de uma empresa. Desta forma, conforme citado pelo especialista 3, os erros nos cálculos e previsões acabam por causar “*uma inviabilidade de continuidade nos negócios, porque a realidade de negócio do que o que o empreendedor quer e valorizou o negócio dele difere completamente da pegada aqui do investidor*” (especialista 3).

A comparação entre as respostas dos especialista e dos IA possibilita identificar uma divergência quanto à importância dada ao critério de ROI/Valorização. Ao contrário dos especialistas, o IA veem o ROI/Valorização como um critério importante de ser analisado.

Não é possível identificar o motivo principal desta divergência de opiniões, porém, notou-se que os investidores relacionam o ROI/valorização com o critério de liquidez, que possibilita uma futura saída do negócio, o que sugere que sua análise sobre a dimensão financeira seja mais abrangente e seus critérios financeiros sejam analisados em conjunto.

¹³ IPO - Tradução do inglês *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial), usado para designar a oferta pública inicial de ações em uma bolsa de valores.

5.4.15 Liquidez

A liquidez do negócio é entendida, nesta pesquisa, como a possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.

Para entendimento da importância deste critério, os IA foram questionados da seguinte forma: *Qual a importância que a liquidez do negócio tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por liquidez do negócio a possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.*

As respostas dos entrevistados estão sintetizadas no quadro 52, abaixo.

Quadro 52 – Importância do critério de Liquidez

Dimensão	Finanças
Critério	Liquidez
Definição	
van Osnabrugge (2000)	possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO
Investidor	Citação
Investidor 1	no Brasil dificilmente você tem uma liquidez com tanta facilidade, e eu não sou um investidor que pegue a <i>startup</i> pra sair da liquidez, eu peguei a <i>startup</i> pra ter dividendos, é diferente, eu não tenho critério de saída de liquidez, se tiver é porque algum problema no meio teve; a grande maioria quer a saída de liquidez.
Investidor 2	Não existe; A liquidez é uma saída se o negócio bombar; Eu só vejo duas saídas, ou a saída no céu o no inferno; se você chegar num investidor e falar que você quer passar um investimento que você fez é claro que ele não vai querer, se fosse bom você não ia vender, então não tem meio termo não.
Investidor 3	O nosso critério (grupo de investidores) é que desenhamos uma saída em quatro anos, onde a gente acha que o primeiro ano é um ano de amadurecimento; e o segundo e terceiro é rampa; e no quarto ano ele já está preparado ou para uma nova rodada de investimento.
Investidor 4	É importante sim. A não ser que você entre em um negócio com o mesmo pensamento que o empresário ou empreendedor tinha ali inicialmente, de que aquilo ali é um negócio eterno pra você estar na estrutura.
Investidor 5	Eu acho que quanto mais profissionalizado o investidor, mais ele pensa nisso; É uma coisa que você, pra investir num novo negócio de educação que vai seguir uma trilha de sucesso, não me parece pensar numa estratégia de saída como investidor. Eu acho que o cara (investidor) que ainda não é profissional, não entendeu isso, que gastam mais tempo na análise da ideia do negócio, de tudo que está na literatura, mas ele não sabe ainda pensar na saída, porque ele não tem “ <i>Track Records</i> ” (histórico), ele não sabe pensar na saída.

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base nas respostas dos entrevistados foi possível notar uma divergência no posicionamento dos investidores. Observou-se que 3 dos 5 entrevistados (investidores 1, 2 e 5) não acreditam na liquidez como critério de análise de investimento.

Para o investidor 1, a liquidez é difícil de ser realizada com facilidade, uma vez que, conforme cita o próprio investidor 1, não são constantes os negócios de compras de startups no Brasil.

Como característica, o investidor 1 busca investir em startups de onde possa tirar dividendos, resposta o que assemelha-se à resposta do investidor 2, para o qual o se o negócio for realmente bom, você não vai querer vendê-lo. Observa-se semelhança entre as respostas conforme destacado nos trechos abaixo.

“eu peguei a startup pra ter dividendos, é diferente, eu não tenho critério de saída de liquidez, se tiver é porque algum problema no meio teve” (investidor 1)

A liquidez é uma saída se o negócio bombar [...] se você chegar num investidor e falar que você quer passar um investimento que você fez é claro que ele não vai querer, se fosse bom você não ia vender [...].” (investidor 2)

Pode-se sugerir que os investidores 1 e 2 diferenciam-se dos demais ao buscar, principalmente, manter-se no negócio e ter retornos focados nos dividendos, e não em uma potencial venda da *startup*.

Para o investidor 5, o critério de liquidez está relacionado à experiência e ao preparo do investidor. Na sua visão, a maioria dos IA pensa apenas na análise para a entrada no negócio, e acaba por não avaliar a saída. Esta situação fica evidente quando o investidor 5 cita que *“o cara (investidor) que ainda não é profissional, não entendeu isso, que gastam mais tempo na análise da ideia do negócio, de tudo que está na literatura, mas não sabem ainda pensar na saída”*.

Já os investidores 3 e 4 diferem-se dos outros IA desta pesquisa ao relatarem o uso do critério de liquidez quando analisam o investimento em uma startup. Observa-se que, para estes investidores, a saída do negócio é planejada desde a entrada no negócio.

A análise das respostas dos investidores 3 e 4 sugere uma semelhança à abordagem do investidor 5, que diz que investidores em um grau mais profissional analisam a liquidez do negócio. Foi possível observar que os investidores 3 e 4 também fazem parte de grupos ou associações de IA, o que pode sugerir um grau maior de organização em relação aos demais.

Desta forma, pode-se entender que os IA entrevistados divergem em relação à importância da liquidez como critério de decisão de investimento, e que o uso deste critério como análise no

processo de investimento é feito por investidores que participam de grupos ou associações de IA.

Nota-se que há, também em pesquisas internacionais, certa divergência quanto à importância do critério de liquidez para decisão de investimento em uma startup. Em pesquisa junto a IA nos EUA, Sudek (2006) identificou que a liquidez aparece em quarto lugar entre os critérios de decisão de investimento mais citados. Já no Reino Unido, na pesquisa de van Osnabrugge (2000), a liquidez aparece em 24º lugar dentre os critérios citados.

Desta forma, é possível identificar que a diferença de opiniões apresentada nesta pesquisa em relação à importância do uso da liquidez como critério de decisão de investimento assemelha-se a outras pesquisas internacionais.

Como forma de entender melhor o uso deste critério como decisão de investimento, bem como os motivos das diferenças apresentadas nas respostas, seria interessante que pesquisas futuras buscassem entender se IA ligados a grupos ou associações de anjos dão mais importância à liquidez do que IA que atuam sozinhos no mercado.

5.4.15.1 Liquidez – análise dos especialistas

Os especialistas foram entrevistados a fim de contribuir sobre a importância da liquidez como critério de decisão de investimento.

Desta forma, suas respostas são apresentadas no quadro 53.

Quadro 53 – Importância do critério de Liquidez – especialistas

Dimensão	Finanças
Critério	Liquidez
Especialista	Citação
Especialista 1	"Eu acho que não leva tanto em consideração, mesmo porque quando você está entrando no negócio o nível de incerteza que você tem é muito grande"; "mas eu acho que não é uma coisa que dá pra gente pensar"; "o anjo acha que isso aí não deve ser uma coisa importante, senão ele estaria tendo uma função diferente aí dentro, não tendo uma função de anjo"
Especialista 2	"Eu acho que é importante, sim muito importante, mas de novo não sei se na prática é isso que eles tão olhando"; "você está falando a possibilidade de receber retorno em várias fases do investimento, enquanto ele gera caixa, é evidente, eu quero ver o dinheiro voltando, e é melhor que o dinheiro volte antes do que volte depois, sobretudo no cenário de incerteza econômica"; "mas o empreendedor me parece com uma perspectiva econômica menos saudável, ele diz: me dá o dinheiro agora cara, eu não sei o que vai acontecer lá na frente"
Especialista 3	"Não dá, isso não é um cálculo que dá pra ser levado em consideração. A economia brasileira, o modelo econômico, a régua que faz nossas inflações, custo do dinheiro, o mercado dos capitais, essa dificuldade com "IPO" brasileiro, você passa 2 anos sem você ter um "IPO"; "então faz com que o investidor não possa levar em consideração isso na hora do investimento, se não ele não investe"

Fonte: elaborado pelo autor.

As respostas dos especialistas sugerem que exista um consenso sobre a dificuldade em se analisar a liquidez como critério de decisão de investimento. Todos os especialistas citam que, na sua visão, os IA olham para outros critérios, o que pode ser verificado nos seguintes trechos das entrevistas:

o anjo acha que isso aí não deve ser uma coisa importante, senão ele estaria tendo uma função diferente aí dentro, não tendo uma função de anjo (especialista 1)

Eu acho que é importante, sim muito importante, mas de novo não sei se na prática é isso que eles (IA) estão olhando. (especialista 2)

[...] essa dificuldade com “IPO” brasileiro, você passa 2 anos sem você ter um “IPO””; “então faz com que o investidor não possa levar em consideração isso na hora do investimento, se não ele não investe”. (especialista 3)

Os trechos transcritos acima evidenciam que, na visão dos especialistas, os IA não dão importância à liquidez como critério de decisão de investimento.

Por meio de outros trechos das entrevistas, notou-se que o especialista 1 entende que o alto grau de incerteza e a característica de o IA atuar como parte da startup fazem com que a liquidez não seja levada em consideração.

Já o especialista 2 ressalta em sua resposta que acha a liquidez um critério importante, porém não vê os IA se utilizando dele. Bem como o especialista 3, que ressalta a dificuldade da cultura brasileira em abrir capital de startups nas bolsas de valores.

As respostas dos especialistas possibilitou entender que eles pensam de forma diferente dos IA. Ainda que os IA tenham apresentado divergências quanto à importância da liquidez no processo de decisão de investimento em uma startup, foi possível verificar que a análise positiva ao uso deste critério é superior ao que apontam os especialistas.

5.4.16 Abertura a ajustes pelo empreendedor

A abertura a ajustes pelo empreendedor é o primeiro critério analisado enquadrado dentro da dimensão “Investimento”, classificada conforme Maxwell et al. (2011).

Neste trabalho, a abertura a ajustes pelo empreendedor é definida, conforme Paul et al. (2007) como as Possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos.

Desta forma, a fim de entender a importância dada pelos IA entrevistados ao critério de abertura a ajustes pelo empreendedor, formulou-se a seguinte questão: *Qual a importância que a abertura a ajustes pelo empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio?*

As respostas são apresentadas no quadro 54.

Quadro 54 – Importância da abertura de ajustes pelo empreendedor

Dimensão	Investimento
Critério	Abertura a ajustes pelo empreendedor
Definição	
Paul et al. (1997)	Possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos
Investidor	Citação
Investidor 1	eu não invisto. Se ele não aceitar eu não invisto, faz parte da confiança entre investidor e empreendedor.
Investidor 2	O cara tem que ouvir; e se ele concordar com tudo eu vou ficar muito preocupado, porque eu não conheço ele; quero que um percentual das coisas que eu sugira ele ache que é legal e um percentual ele tem que dizer que não e tem que me explicar porque; que tem obrigação de escutar, de explicar porque concorda, porque não concorda.
Investidor 3	Isso que você está falando é aquilo que falei de humildade, eu relatei o empreendedor ser humilde. Ele tem que ser humilde, estar aberto a receber ajuda receber orientação; isso são pré-requisitos porque se ele não está aberto a receber ajuda ...é muito difícil investir numa pessoa dessas.
Investidor 4	Tem que ser bem acordado no começo. Na verdade, não só da expectativa de um lado como na do outro. talvez seja mais importante essa interferência na gestão do que só o financiamento, talvez ele conseguisse um financiamento desse tipo em um banco, se quisesse colocar a casa dele em risco, mas ele talvez precise mais de um apoio, um braço de gestão junto.
Investidor 5	Para mim é “Deal break” de certa forma, porque ele está ligado ao perfil da pessoa, então eu já recomendei pular fora de um negócio por isso; abertura também pode ser maquiada como outras coisas

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise do quadro 54 possibilita identificar que os IA entrevistados acham importante a abertura do empreendedor no relacionamento do negócio.

Todos os investidores relataram a necessidade da abertura do empreendedor, conforme observado nos trechos das entrevistas transcritos abaixo:

“Se ele não aceitar eu não invisto, faz parte da confiança entre investidor e empreendedor”.
(investidor 1)

“O cara tem que ouvir”. (investidor 2)

“são pré-requisitos porque se ele não está aberto a receber ajuda...é muito difícil investir numa pessoa dessas”. (investidor 3)

“talvez seja mais importante essa interferência na gestão do que só o financiamento”.
(investidor 4)

“Para mim é “Deal break” de certa forma, porque ele está ligado ao perfil da pessoa”.
(investidor 5)

Observa-se que os investidores 1 e 5 relacionam este critério como um critério restritivo, ou seja, um critério que, caso não seja favorável, impede o investimento no negócio.

Os investidores 2 e 4 tratam da abertura a ajustes do empreendedor com importância, mas dão ênfase à conversa e o entendimento entre investidor e empreendedor.

Enquanto para o investidor 4 tudo deve ser combinado antes do investimento, para o investidor 2 o empreendedor deve ouvir, mas não aceitar tudo o que é dito.

Nota-se que, para o investidor 4, ainda, que o papel do IA vai além de simplesmente injetar dinheiro na startup, mas também de opinar e contribuir com sua experiência para o negócio, o que sugere entendimento a uma das características do IA, que “adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa” (LIU, 2000, p.2)

Já em relação ao investidor 3, observa-se alinhamento da sua resposta com a abordagem de Feeney et al. (1999), que em sua pesquisa relacionaram critérios subjetivos para decisão de investimento, em grande parte relacionados ao perfil e características pessoais do empreendedor. Nota-se que, para o investidor 3, a humildade é uma característica necessária ao empreendedor, o que sugere que tenha relação direta com a abertura deste a comentários e desvios no curso do negócio.

Quando comparado a pesquisas internacionais, é possível notar que os IA brasileiros assemelham-se aos IA de outros países na importância dada à abertura de ajustes do empreendedor. Na pesquisa de Bacher e Guild (1996) no Canadá, observou-se que os IA locais citaram a “habilidade do empreendedor a aceitar críticas” como um dos fatores importantes de decisão de investimento. Assim como Feeney et al. (1999), também no Canadá, identificou que características como honestidade, integridade e confiança entre os envolvidos no processo apareceram entre os atributos essenciais para investimento em um novo negócio.

Desta forma, sugere-se que os IA brasileiro entrevistados assemelham-se aos IA de países como Canadá e EUA quando dão importância à abertura de ajustes do empreendedor como um critério de decisão de investimento.

5.4.16.1 Abertura a ajustes do empreendedor – análise dos especialistas

Como forma de agregar informações no entendimento da importância da abertura de ajustes do empreendedor como critério de investimento, foram entrevistados especialistas nos assuntos de empreendedorismo e startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 55.

Quadro 55 – Importância da abertura a ajustes do empreendedor – especialistas

Dimensão	Investimento
Critério	Abertura a ajustes do empreendedor
Especialista	Citação
Especialista 1	"Eu acho que é importante, mesmo porque as decisões estratégicas devem ser tomadas junto a outras pessoas, porque a gente tem uma limitação, no operacional você consegue decidir sozinho, no estratégico você tem várias variáveis"
Especialista 2	"Importante, sobretudo se isso estiver com a assinatura de o investidor anjo, poder fazer essa mudança, ou mais até frequentemente, pra usar as palavras bem diretas, eu poder exercer essa governança"
Especialista 3	"toda vez que o investidor entrou além do dinheiro com ele, ou alguém do time dele atuando dentro da Startup, é tudo de bom. Toda Startup que recebe o primeiro investimento ela precisa dessa luz nova que chega além do dinheiro"

Fonte: elaborado pelo autor.

Por meio das respostas dos especialistas notou-se que a abertura a ajustes do empreendedor é citada como importante por todos os especialistas entrevistados.

Foi possível verificar que os especialistas 1, 2 e 3 consideram a participação do investidor um importante fator de crescimentos, e mostram consenso ao citar o papel investido anjo na startup, como mostram os seguintes trechos das entrevistas:

"Eu acho que é importante, mesmo porque as decisões estratégicas devem ser tomadas junto a outras pessoas" (especialista 1)

"Importante, sobretudo se isso estiver com a assinatura de o investidor anjo" (especialista)

[...] toda vez que o investidor entrou além do dinheiro com ele, ou alguém do time dele atuando dentro da Startup, é tudo de bom [...] (especialista 3).

Conforme descrito acima, pode-se perceber que os trechos das respostas citam a participação do IA no processo da startup, o que sugere que, para estes especialistas, o IA atua conforme

uma de suas principais características, de contribuir com sua experiência e conhecimentos, além de injetar dinheiro na *startup*.

Com base nas entrevistas, foi possível verificar que, assim como os IA, os especialistas também consideram a abertura a ajustes do empreendedor um critério importante de ser analisado, o que sugere seu uso pelos IA no processo de decisão de investimento em startups.

5.4.17 Abertura a ajustes do negócio

Nesta pesquisa, a abertura a ajustes no negócio é definida por meio da abordagem de Paul et al. (2007), onde IA buscam empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias.

Os IA foram solicitados a responder à seguinte questão: *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.*

Este critério se diferencia do critério anterior, de abertura a ajustes do empreendedor, em razão de tratar especificamente de mudanças no produto ou serviço oferecido.

Desta forma, as respostas são sintetizadas e apresentadas por meio do quadro 56.

Quadro 56 – Importância da abertura a ajustes do negócio.

Dimensão	Investimento
Critério	Abertura a ajustes no negócio
Definição	
Paul et al. (2007)	empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias
Investidor	Citação
Investidor 1	É crucial eu diria, sem isso a gente não investe.
Investidor 2	Fundamental. Se quero ajudar deve haver abertura, senão não precisa de mim
Investidor 3	é um fator positivo; Já tive casos que comecei a dar mentoria, e no segundo mês eu parei e falei: “Vamos parar aqui porque tudo que foi falado, vocês não realizaram”
Investidor 4	não acho que seja tão importante; quem deve conhecer o negócio é o empreendedor.
Investidor 5	a abertura é importante pra gente ter certeza que o plano de negócios não vai ser o que estava planejado, então tem que ter alguém com flexibilidade.

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise das respostas dos entrevistados identifica que apenas para o investidor 4 a abertura a ajustes no negócio não é vista como um importante critério a ser analisado.

Para todos os outros, a abertura a ajustes no negócio é tratada como importante item a ser analisado, sendo possível identificar que, para os investidores 1 e 2, trata-se de um critério que pode definir ou não o investimento, o que pode ser constatado quando o investidor 1 cita que *“sem isso a gente não investe”*, e o investidor 2 relata que *“Se quero ajudar deve haver abertura, senão não precisa de mim”*.

A importância deste critério é corroborada pelos investidores 3 e 5. O exemplo dado pelo investidor 3 demonstra que, se for percebida a inexistência de abertura a ajustes no negócio, a análise do investimento não é levada a diante. Já o investidor 5 aborda a necessidade de abertura a ajustes no negócio como forma de garantir a flexibilidade do negócio, e propiciar ajustes no rumo da *startup*.

O investidor 4 diferencia-se dos demais ao citar que este não é um critério importante, uma vez que o conhecimento técnico do negócio é de responsabilidade do empreendedor. Esta resposta do investidor 4 pode ser relacionada com sua abordagem acerca dos motivos que o levam a investir em um negócio, citados nesta pesquisa no quadro 18, onde o principal motivo citado está na confiabilidade da pessoa técnica.

Com base nas respostas dos entrevistados, pode-se entender que a maioria dá importância ao critério de abertura a ajustes no negócio, sendo este critério tratado por alguns como “primordial” e “fundamental”.

Esta importância sugere que os IA brasileiros entrevistados assemelham-se a IA de outros países, como dos EUA, onde Sudek (2006) identificou que a habilidade do empreendedor para lidar com o possível envolvimento de outras pessoas no negócio aparece entre os 25 critérios de decisão de investimento mais citados. Já no Reino Unido, van Osnabrugge (2000) levantou que este critério aparece em 13º lugar entre os critérios mais citados.

5.4.17.1 Abertura a ajustes no negócio – análise dos especialistas

Os especialistas foram questionados sobre a importância da abertura a ajustes no negócio como critério a ser usado por IA no processo de decisão de investimento em startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 57.

Quadro 57 – Importância da abertura a ajustes no negócio - especialistas

Dimensão	Investimento
Critério	Abertura a ajustes no negócio
Especialista	Citação
Especialista 1	"Então, eu acho que é importante porque um empreendedor, se estiver disposto a discutir com ele, a ajudar, vai ser mais uma pessoa para ajudá-lo nesse sentido"
Especialista 2	"Sem dúvida importante"; "de um lado tem um empreendedor que está abrindo um negócio e precisa de 200 mil, do outro lado tem um executivo de 42 anos de idade com 2 milhões de reais"
Especialista 3	"quase a maioria das vezes esse conselheiro que chega é mais importante que o dinheiro. Então é fundamental que o empreendedor dê abertura para ajustar no negócio"

Fonte: elaborado pelo autor.

Na análise das respostas dos especialistas notou-se que existe consenso sobre a importância da abertura do empreendedor a mudanças no negócio.

Foi possível notar que o especialista 1 relaciona a abertura de ajustes no negócio à participação do investidor nas decisões da startup. Por este entrevistado ser especialista em estratégia e empreendedorismo, sugere-se que a relação do investidor, neste caso, abrange também a tomada de decisões estratégicas na startup.

Quanto ao especialista 2, é possível notar que, quando cita o potencial de investimento do IA em valores, refere-se a uma relação de poder, onde o IA tem o poder para dar sugestões ou pedir mudanças na startup, que devem ser aceitas pelo empreendedor.

Desta forma, pode-se notar que, para o especialista 2, a abertura a ajustes no negócio tem relação com o poder do IA, fornecido pelo seu capital injetado na startup.

Já o especialista 3 retrata a importância da abertura do empreendedor a ajustes no negócio, uma vez que, conforme cita o especialista, *"quase a maioria das vezes esse conselheiro que chega é mais importante que o dinheiro"*.

Foi possível perceber, então, que os especialistas convergem quanto à importância dada à abertura de ajuste no negócio como um critério de decisão de investimento.

Quando comparados aos IA, notou-se que os especialistas assemelham-se em suas análises ao que relatam os IA, sendo que, neste caso, foi possível identificar que, com exceção ao investidor 4, todos os outros consideram o critério de abertura a ajustes do empreendedor importante no processo de decisão de investimento em startups.

5.4.18 Papel do investidor no negócio

O papel do investidor no negócio é definido neste trabalho como a abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir (Landström, 1998; Feeney et al., 1999).

Para levantar a importância dada pelos investidores a este critério, foi realizada a seguinte pergunta: *Qual a importância que o papel do investidor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por papel do investidor no negócio a abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir.*

As respostas foram sintetizadas e são apresentadas no quadro 58.

Quadro 58 – Importância do papel do investidor

Dimensão	Investimento
Critério	Papel do investidor no negócio
Definição	
Landstron, (1998); Feeney et al., (1999)	abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir
Investidor	Citação
Investidor 1	a gente não investe, até porque a gente tem muito conhecimento no mercado que a gente tá entrando; se eu não consigo te ajudar, eu não vou investir em você.
Investidor 2	coloquei dinheiro no negócio dele e ele vai tocar, mas tem a obrigação de escutar e de concordar ou não
Investidor 3	É muito importante. Uma vez investido, nós participamos do conselho de administração da empresa; se você vai estar sentado com os empreendedores lá no banco para discutir, você tem que estar preparado para receber orientações.
Investidor 4	Às vezes pode acontecer de ter uma aderência, de você investir num negócio que você conhece e se sinta mais tranquilo, “O que pode ajudar também, e no meu caso ajuda, é que eu consigo trazer clientes e isso ajuda muito na sustentabilidade que aquele negócio precisa”, “eu me sinto mais tranquilo participando do negócio, mas talvez um grande investidor ou uma empresa que faça isso sistematicamente para ela ter mais abrangência
Investidor 5	Acho que o investidor tem que ser um pouco mais pragmático, não pode ser ruim de relacionamento, mas saber tudo, se sabe fazer funcionar, se isso pode dar certo e levar a empresa para outro estágio

Fonte: elaborado pelo autor.

É possível observar que os investidores 1, 2 e 3 dão importância ao papel do investidor no negócio, uma vez que colocam seu dinheiro na *startup* e buscam interagir no processo como um todo. Pode-se observar a importância dada a este critério por meio das seguintes citações:

“se eu não consigo te ajudar, eu não vou investir em você”. (Investidor 1)

“coloquei dinheiro no negócio dele e ele vai tocar, mas tem a obrigação de escutar e de concordar ou não”. (investidor 2)

“Uma vez investido, nós participamos do conselho de administração da empresa; se você vai estar sentado com os empreendedores lá no banco para discutir, você tem que estar preparado para receber orientações”. (investidor 3)

Notou-se que a importância dada pelos investidores 1, 2 e 3 têm relação direta com a definição de Liu (2000), para o qual os IA, além de injetarem capital no negócio, contribuem com seus conhecimentos técnicos e suas experiências.

O investidor 4 fala do seu papel nas startups que receberam investimento e cita que é possível administrar mesmo que à distância. Observa-se neste investidor uma característica a acreditar na pessoa técnica do negócio e no empreendedor, conforme citado por ele nos motivos que o levam a investir.

Já para o investidor 5, o papel do investidor deve ser mais “pragmático”, o que sugere que, na sua visão, o investidor deve participar do negócio, mas não a todo momento. Conforme relata em um trecho da sua resposta, o investidor deve que “escolher no que a pessoa tem que ser boa”.

As respostas dos entrevistados sugerem que os IA dão importância ao papel do investidor no negócio, o que vem de encontro a uma das características dos IA, de participar ativamente e contribuir com conhecimento e experiência no negócio.

A importância dada pelos IA brasileiros difere da encontrada por Bacher e Guild (1996) no Canadá, onde a “boa vontade a trabalhar e cooperar com o investidor” não aparece entre os critérios importantes citados pelos IA entrevistados.

Já na pesquisa de Landström (1998), junto a IA na Suécia, identificou-se que a habilidade dos investidores em influenciar a natureza do negócio aparece em 17º lugar entre 34 critérios analisados, o que sugere alinhamento à importância dada pelos IA brasileiros.

5.4.18.1 Papel do investidor no negócio – análise dos especialistas

Os especialistas foram questionados sobre a importância da dinâmica do mercado como critério a ser usado por IA no processo de decisão de investimento em startups.

Suas respostas estão sintetizadas no quadro 59.

Quadro 59 – Importância da dinâmica do mercado - especialistas

Dimensão	Investimento
Critério	Papel do investidor no negócio
Especialista	Citação
Especialista 1	"A princípio, eu acho necessário, porque a pessoa sozinha é muito difícil tomar decisão e tendo outra pessoa, principalmente uma pessoa que está colocando dinheiro lá dentro pode ajudar muito"
Especialista 2	"Da maior parte que eu ouvi, daí vem a expressão investidor demônio. Porque eu estou trabalhando e tem um cara que está me enfiando coisas contra minha vontade"
Especialista 3	"O conselho, a orientação estratégica da Startup num determinado nicho de mercado com o cara que chega conhecendo o nicho de mercado que a Startup atua, ou quer atuar é mais fundamental, mais importante que o dinheiro em si"; "essa mentoria que o investidor Anjo quase sempre trás junto com o dinheiro é fundamental pros negócios, cada dia mais nós valorizamos isso, importantíssimo"

Fonte: elaborado pelo autor

Por meio das respostas dos entrevistados, foi possível identificar que há divergência quanto à importância do papel do investidor no negócio.

Para os especialistas 1 e 3, notou-se similaridade nas respostas, onde pôde-se verificar que o papel do IA acaba sendo, na visão destes especialistas, fundamental ao crescimento da startup. Os trechos das entrevistas transcritos abaixo evidenciam esta visão.

"A princípio, eu acho necessário, porque a pessoa sozinha é muito difícil tomar decisão e tendo outra pessoa, principalmente uma pessoa que está colocando dinheiro lá dentro pode ajudar muito" (especialista 1)

[...]essa mentoria que o investidor Anjo quase sempre trás junto com o dinheiro é fundamental pros negócios, cada dia mais nós valorizamos isso, importantíssimo."(especialista 2).

Já para o especialista 2, notou-se que o papel do investidor acaba sendo criticado com base nas suas experiências com empreendedores. A resposta do especialista 2 sugere que sua visão é feita com base no que os empreendedores dizem, e sugere que sua relação com empreendedores mostrou que estes são avessos à influência dos IA na startup.

Como forma de se entender melhor a abordagem do especialista 2, pode-se sugerir uma pesquisa junto a empreendedores, que demonstre sua visão sobre o papel do IA na startup.

A comparação das respostas dos especialistas com os IA demonstrou que existe consenso quanto à importância do papel do investidor no negócio. Com exceção ao especialista 2, todos os outros especialistas e IA entrevistados deram importância ao critério citado.

5.4.19 Novos critérios de decisão de investimento

A fim de atender a um dos objetivos deste trabalho, o de identificar a existência de novos critérios utilizados pelos IA brasileiros, os entrevistados foram solicitados a responder à seguinte pergunta: *Em relação às dimensões apresentadas, existe algum critério que você utiliza e que não foi citado ao longo da entrevista?*

As respostas são apresentadas no quadro 60.

Quadro 60 – Novos critérios de decisão de investimento

Investidor	Citação
Investidor 1	Difícil fazer tudo ao mesmo tempo, estou vendo se tem alguma coisa a mais no site (do grupo de investidores), mas eu acho que não
Investidor 2	Acho que não, acho que é o potencial do negócio bombar, você gostar e o cara que tá tocando ser capacitado pra isso, é o tripé
Investidor 3	Não, acho que tudo tem uma relação com o que acontece, vai de ter mais ou menos importância
Investidor 4	o ciclo de vida do produto é importante ser avaliado. Você vai investir em um produto que de repente daqui há cinco anos deixe de ser relevante, como é que a empresa vai enxergar isso, como é que ela vai agir com relação a isso
Investidor 5	‘timing’, o porquê de investir nisso agora, é uma ideia que está no momento certo não está nem muito avançada nem muito atrasada, acho que esse é um critério importante

Fonte: elaborado pelo autor.

Observou-se que apenas os IA 4 e 5 citaram critérios não relacionados para a entrevista.

O investidor 4 cita o ciclo de vida do produto como um critério importante de ser analisado, uma vez que, para o investidor, é importante olhar para um cenário futuro e identificar a relevância do produto/serviço neste mercado idealizado.

Já o investidor 5 relata como importante a análise do *timing* do produto, ou seja, o momento de lançamento do produto/serviço no mercado. Ao longo da entrevista foi possível identificar que este é um critério bastante citado pelo investidor 5. O timing do produto foi relacionado por este investidor de forma complementar em alguns critérios, como inovação e qualidade do produto, interesse e benefícios do produto.

A análise da literatura demonstra que o ciclo de vida do produto é analisado por alguns pesquisadores e relacionado em algumas pesquisas, como as de van Osnabrugge (2000), Sudek (2006) e Landström (1998).

Porém, em relação ao timing do produto, não foi possível identificar nenhum critério previamente levantado na literatura. Desta forma, é possível sugerir que o timing do produto seja um novo critério a ser analisado em pesquisas futuras, a fim de garantir se este pode vir a ser um critério de decisão de investimento de IA em startups.

5.4.19.1 Novos critérios de decisão de investimento – análise dos especialistas.

Como forma de agregar informações nesta pesquisa, os especialistas foram questionados acerca da identificação de outros critérios de decisão de investimento que podem ser utilizados por IA.

As respostas dos especialistas estão sintetizadas no quadro 61.

Quadro 61 – Novos critérios de decisão de investimento - especialistas

Especialista	Citação
Especialista 1	"O Plano estratégico. Isso, eu acho que isso sem dúvida complementa bem o plano de negócio, porque o plano de negócio sozinho fica muito mais na criatividade que eu acho importante, "
Especialista 2	"Não, acredito que todos os critérios citados abrangem uma gama muito forte de fatores importantes"
Especialista 3	"O ambiente que o empreendedor está"; ""Peter Drucker" ele já vem falando disso, que o ambiente que você nasce vai determinar muito do seu futuro, aquele escritor que fez "Out Layers" ele fala o ambiente que você cresce determina seu futuro"

Fonte: elaborado pelo autor

Dentre as respostas dos especialistas, foi possível identificar dois novos critérios: Plano estratégico e Ambiente da *startup*.

O plano estratégico foi citado pelo especialista 1. A análise do critério sugerido por este especialista sugere que o plano estratégico pode dar uma visão de longo prazo à startup, e, desta forma, facilitar outras análises dependentes de situações futuras, como potencial de crescimento do mercado, retorno sobre o investimento e liquidez.

Já o ambiente da *startup*, citado pelo especialista 3, sugere que se o empreendedor está alocado dentro de uma aceleradora ou de uma incubadora, seu preparo e conhecimentos aumentam, em função da estrutura fornecida por estes estabelecimentos.

Como forma de entender o potencial de inserção e uso destes critérios no processo de decisão de investimento de IA em startups, sugere-se que pesquisas futuras busquem analisar a receptividade e a importância dada pelos IA ao Plano estratégico e ao ambiente da *startup*.

5.5 Classificação dos critérios de decisão de investimento

A fim de atingir um dos objetivos deste trabalho, o de identificar os critérios mais importantes para decisão de investimento em startups, foi elaborado um quadro contendo todos os critérios utilizados nas questões desta pesquisa.

Aos IA, foi solicitado que escolhessem os 5 critérios mais importantes. A partir desta escolha, foi solicitado que estes cinco critérios fossem classificados, de 1 a 5, em grau de importância, sendo 1 para o mais importante até 5 para o menos importante.

Os resultado da classificação é apresentado no quadro 62.

Quadro 62 – Classificação dos critérios de decisão de investimento

Dimensões	Crítérios	IA.1	IA.2	IA.3	IA.4	IA.5
Produto	Interesse e benefícios do produto		5°		4°	1°
	Proteção /patente					
	Inovação e qualidade do produto/serviço	1°		4°		
Mercado	Tamanho do mercado					2°
	Potencial de crescimento do mercado			3°	2°	
	Dinâmica do mercado					
Empreendedor	Experiência do empreendedor	2°			5°	
	Histórico do empreendedor					4°
	Paixão e comprometimento do empreendedor			2°		
	Integridade e confiança do empreendedor		3°		3°	
Financeira	Rentabilidade real		1°		1°	3°
	Plano de Negócios/apresentação					5°
	ROI/Valorização	5°		1°		
	Liquidez do Negócio					
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor		4°			
	Abertura a ajustes no negócio	3°		5°		
	Papel do investidor no negócio	4°	2°			

Fonte: elaborado pelo autor.

Como forma de facilitar a análise do quadro 62, optou-se dividir a análise em duas etapas: análise da classificação por dimensão e análise da classificação dos critérios.

5.5.1 Análise da classificação dos critérios de decisão de investimento

5.5.1.1 Dimensões

A análise das classificações realizadas pelos investidores demonstra que há uma divisão entre os entrevistados em relação à dimensão dos critérios analisados. Enquanto os investidores 1 e 5 relacionam como mais importantes critérios relacionados à dimensão “Produto”, os investidores 2, 3 e 4 classificam como mais importantes critérios inseridos na dimensão “Financeira”.

A fim de entender a dimensão mais importante, efetivou-se uma comparação entre as dimensões com mais critérios classificados em 1º lugar, e as dimensões com mais critérios citados. Esta comparação é apresentada no gráfico 5.

Gráfico 5 – Dimensões com mais critérios classificados x Dimensões com mais critérios em 1º lugar

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico 5 demonstra que as dimensões com mais critérios classificados são “Empreendedor” e “Financeira”. Notou-se, entretanto, que a dimensão “Financeira” aparece também como a dimensão que teve mais critérios classificados em primeiro lugar, o que sugere que esta dimensão e, consequentemente, os critérios dentro dela classificados, podem ser mais importantes na visão dos IA entrevistados.

5.5.1.2 Análise da classificação dos critérios

Com base na classificação dos critérios de decisão de investimento, realizada pelos IA, foi possível destacar algumas considerações, como critérios mais e menos citados, os critérios classificados como mais importantes e os classificados como menos importantes, bem como o critério mais importante de todos.

A figura 9 apresenta os critérios mais e menos citados na classificação.

Figura 9 – Critérios de decisão de investimento mais citados e menos citados na classificação pelos IA

Fonte: elaborado pelo autor.

Os critérios menos citados foram os de “Proteção/patente do produto”, “Dinâmica do Mercado” e “Liquidez”, com zero citação cada. Notou-se que a ausência destes critérios na classificação entre os mais importantes tem alinhamento com as entrevistas dos IA.

Nas entrevistas, conforme detalhado no item 5.2 deste estudo, observou-se que nestes 3 critérios (proteção/patente do produto, dinâmica do mercado e liquidez) houve divergência entre a importância dada pelos IA, sendo identificadas dificuldades ou restrições ao uso destes critérios.

Desta forma, pode-se afirmar que a ausência destes critérios na classificação entre os mais importantes corrobora os resultados das entrevistas.

Quanto aos critérios que mais aparecem entre os classificados, foi possível observar que dois critérios aparecem com destaque, com 3 citações cada: “Interesses e benefícios do produto” e

“rentabilidade real”, além de critérios que aparecem duas vezes, conforme demonstra o quadro 63.

Quadro 63 – Critérios mais citados na classificação pelos IA.

Dimensões	Critérios	Quantidade de Citações
Produto	Interesse e benefícios do produto	3
	Inovação e qualidade do produto/serviço	2
Mercado	Potencial de crescimento do mercado	2
Empreendedor	Experiência do empreendedor	2
	Integridade e confiança do empreendedor	2
Financeiro	Rentabilidade real	3
	ROI/Valorização	2
Investimento	Abertura a ajustes no negócio	2
	Papel do investidor no negócio	2

Fonte: elaborado pelo autor

É possível notar que, dentre todos os critérios analisados neste trabalho, 9 aparecem citados como importantes por mais de um IA.

A diversidade de critérios considerados importantes sugere que os IA brasileiros se utilizam de critérios distintos para análise e decisão de investimento, o que sustenta a abordagem de Landström (1998) onde, *“geralmente, apenas alguns critérios são utilizados, e isso depende do perfil, do tipo de investimento e, ainda, de fatores pessoais do investidor”*. (LANDSTROM, 1998, p.322)

5.5.1.3 Critérios mais importantes e menos importantes

Dentre os critérios pesquisados, foi possível identificar os classificados como mais importantes e menos importantes pelos IA.

Quanto aos critérios menos importantes, a análise da classificação possibilitou identificar que, além dos critérios não citados na classificação (proteção/patente do produto, dinâmica do mercado e liquidez), outros três foram citados apenas uma vez, o que sugere que sejam critérios de decisão de investimento que podem ser considerados também de menor importância.

Dentre os critérios menos citados, notou-se que o “plano de negócios/apresentação” foi citado por apenas um investidor, e classificado como último em importância (5º entre 5 critérios).

Os outros critérios que pouco aparecem são o “histórico do empreendedor” e o critério de “abertura a ajustes do empreendedor”, citados também uma vez, ambos como o 4º critério em importância.

Como foram citados apenas uma vez e classificados entre o 4º e o 5º lugar em importância, pode-se entender que, junto aos critérios ausentes na classificação (proteção/patente do produto, dinâmica do mercado e liquidez), o “plano de negócios/apresentação, o “histórico do empreendedor” e o critério de “abertura a ajustes do empreendedor” são os critérios classificados com menor importância pelos IA.

Sendo assim, ao levar em consideração todos os critérios levantados na literatura e analisados pelos IA, é possível identificar que os critérios de menor importância são aqueles citados em nenhuma ou em apenas uma vez pelos entrevistados, conforme apresenta o quadro 64.

Quadro 64 – Relação dos critérios classificados como menos importantes pelos IA

Critério	Quantidade de citações	Classificações entre os mais importantes
proteção/patente do produto	0	Não classificado
dinâmica do mercado	0	Não classificado
Liquidez	0	Não classificado
Plano de negócios/apresentação	1	5º
Histórico do empreendedor	1	4º
Abertura a ajustes do empreendedor	1	4º

Fonte: elaborado pelo autor

Já em relação aos critérios mais importantes, notou-se anteriormente que, dentre os mais citados, aparecem a “rentabilidade real” e os “interesses e benefícios do produto”.

Porém, como outros critérios foram citados 2 vezes, optou-se por entender a quantidade de citações, aliada à classificação do critério em cada citação, como forma de identificar os critérios mais importantes citados pelos investidores anjo.

O quadro 65 apresenta a relação entre os critérios mais citados e sua classificação de importância.

Quadro 65 – Critérios mais citados sua classificação pelos IA.

Dimensões	Critérios	Quantidade de Citações	Classificações dadas pelos IA
Produto	Interesse e benefícios do produto	3	1º, 4º e 5º
	Inovação e qualidade do produto/serviço	2	1º e 4º
Mercado	Potencial de crescimento do mercado	2	2º e 3º
Empreendedor	Experiência do empreendedor	2	2º e 5º
	Integridade e confiança do empreendedor	2	3º e 3º
Financeiro	Rentabilidade real	3	1º, 1º e 3º
	ROI/Valorização	2	1º e 5º
Investimento	Abertura a ajustes no negócio	2	3º e 5º
	Papel do investidor no negócio	2	2º e 4º

Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no quadro 65, observou-se que a rentabilidade real, além de ser citada por três investidores, é classificada por dois investidores como critério mais importante (1º lugar em importância) sendo que o outro IA a classifica em terceiro lugar no grau de importância. Esta classificação sugere, então, que o critério de rentabilidade real pode ser considerado o mais importante entre todos os critérios levantados na literatura.

Além da rentabilidade real, outros critérios também podem ser considerados importantes, por terem sido citados por ao menos 2 dos 5 IA, e terem sido classificados como número 1 em importância. São os casos dos critérios de “interesse e benefícios do produto”, “inovação e qualidade do produto” e “ROI/valorização”.

Sendo assim, A figura 10 apresenta os critérios mais importantes e os menos importantes classificados pelos IA.

Figura 10 – critérios classificados como mais importantes e menos importantes.

Fonte: elaborado pelo autor.

A presença dos critérios de Interesses e benefícios do produto e da rentabilidade real critérios como os mais citados corrobora as entrevistas dos IA, onde foi possível observar consenso entre todos os entrevistados quanto à importância dos destes critérios no processo de decisão de investimento em uma *startup*.

Bem como, nas entrevistas, conforme detalhado no item 5.2 deste trabalho, observou-se que, nos 3 critérios menos importantes (proteção/patente do produto, dinâmica do mercado e liquidez) houve divergência entre a importância dada pelos IA, sendo identificadas dificuldades ou restrições ao uso destes critérios.

5.6 Síntese da análise de conteúdo

5.6.1 Importância dos critérios de decisão de investimento

A fim de atender a um dos objetivos deste trabalho, de analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups, foram entrevistados 5 IA e 3 especialistas, que foram questionados sobre a importância dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

Como forma de sintetizar a análise das entrevistas, foi elaborado o quadro 66.

Quadro 66 – Síntese da importância dada pelos IA aos critérios de decisão de investimento

Dimensões	Crítérios	IA1	IA2	IA3	IA4	IA5
Produto	Interesse e benefícios do produto	i	i	i	i	i
	Proteção de patente	Pd	Pd	i	i	Pd
	Inovação e qualidade do produto/serviço	i	i	i	i	i
Mercado	Tamanho do mercado	i	i	i	i	Pi
	Potencial de crescimento do mercado	i	Pi	i	i	i
	Dinâmica do mercado	Pi	Id	Pi	Da	Id
Empreendedor	Experiência do empreendedor	i	Pi	i	Pi	i
	Histórico do empreendedor	i	Id	i	i	Pi
	Paixão e comprometimento do empreendedor	Id	Id	i	Id	i
	Integridade e confiança do empreendedor	i	i	i	i	Id
Financeiro	Rentabilidade real	Id	Id	Id	Id	Id
	Plano de Negócios/apresentação	i	x	i	i	i
	ROI/Valorização	i	i	i	i	i
	Liquidez do Negócio	Pd	Pd	i	i	Pd
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	i	i	i	i	i
	Abertura a ajustes no negócio	i	i	i	i	i
	Papel do investidor no negócio	i	i	i	Pi	Pi

Fonte: elaborado pelo autor

Legenda: i = critério importante; Pi = critério pouco importante; Da = critério de difícil análise; Id = critério importante mas de difícil análise; Pd = critério pouco importante por ser de difícil análise

Identificou-se que a grande maioria dos critérios de decisão de investimento são citados como importantes pelos IA. Exceções podem ser identificadas nos seguintes critérios: liquidez do negócio, proteção e patente do produto e dinâmica do mercado.

Observou-se que, apesar do grande número de critérios citados, nem todos os critérios são citados como importantes por todos os IA. É possível observar divergências de opinião ao longo das entrevistas, porém, em grande parte dos critérios, a opinião da maioria dos entrevistados foi levada em conta para se entender um critério como importante ou não.

Ainda como forma de analisar os critérios de decisão de investimento que determinam o IA a investir em uma startup, foram entrevistados especialistas nas áreas de empreendedorismo, inovação e startups, os quais responderam sobre a importância dos critérios de decisão de investimento para os IA.

As respostas foram sintetizadas no quadro 67.

Quadro 67 - Síntese da importância dada pelos especialistas aos critérios de decisão de investimento

Dimensões	Crítérios	E1	E2	E3
Produto	Interesse e benefícios do produto	i	i	Id
	Proteção de patente	i	Pi	Pi
	Inovação e qualidade do produto/serviço	i	i	Pi
Mercado	Tamanho do mercado	Pi	i	i
	Potencial de crescimento do mercado	Pi	i	i
	Dinâmica do mercado	i	i	Pd
Empreendedor	Experiência do empreendedor	i	i	i
	Histórico do empreendedor	Pi	i	Pi
	Paixão e comprometimento do empreendedor	Id	Id	Id
	Integridade e confiança do empreendedor	i	i	i
Financeiro	Rentabilidade real	v	v	Pi
	PN/apresentação	i	i	i
	ROI/Valorização	Pi	Pd	Pd
	Liquidez do Negócio	Pd	Pd	Pd
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	i	i	i
	Abertura a ajustes no negócio	i	i	i
	Papel do investidor no negócio	i	Pi	i

Fonte: elaborado pelo autor

Legenda: i = critério importante; Pi = critério pouco importante; Da = critério de difícil análise; Id = critério importante mas de difícil análise; Pd = critério pouco importante por ser de difícil análise

Observou-se nas opiniões dos especialistas que o critério de patente do produto foi considerado pouco importante por 2 dos 3 especialistas, o que sugere alinhamento ao resultado apresentado pelos IA.

A liquidez do negócio foi outro critério onde apresentou-se similaridade entre IA e especialistas. Em grande parte dos outros critérios, também foi possível observar similaridade na importância dada por especialistas e IA.

Por meio da opinião dos entrevistados sobre a importância dos critérios, onde quase todos os critérios são considerados importantes, foi possível constatar que os critérios identificados em estudos internacionais correspondem à prática adotada na realidade brasileira. Para enfatizar esta situação, cada um dos critérios foi comparado a estudos internacionais, observando-se similaridade no uso dos critérios entre IA brasileiros e de outros países.

5.6.2 Classificação dos critérios de decisão de investimento

Como forma de identificar os critérios de maior importância para os IA, foi analisada a classificação dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

Os critérios citados como mais importantes foram os critérios de: “rentabilidade real”, “interesse e benefícios do produto”, “inovação e qualidade do produto” e “ROI/valorização”. Estes critérios foram considerados mais importantes por terem sido classificados por mais de um IA como um dos 5 critérios mais importantes a serem analisados antes de se investir em uma startup.

5.6.3 Novos critérios de decisão de investimento

A fim de contribuir para o entendimento dos critérios utilizados pelos IA brasileiros, solicitou-se aos entrevistados que identificasse se existe algum critério utilizado que não consta da relação de critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

Foram citados como importante a 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 (especialista 1).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo foi analisar os critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups. O desenvolvimento da análise qualitativa permitiu que este objetivo fosse atingido.

Os critérios que determinam a decisão de IA investirem em *startup* foram levantados na literatura internacional e analisados quanto à sua importância para aos IA brasileiros.

Como resultado, observou-se que, com exceção aos critérios de “proteção/patente do produto”, “dinâmica do mercado” e “liquidez do negócio”, critérios onde a maioria dos entrevistados relatou pouca importância ou dificuldades na análise, todos os outros critérios levantados na literatura foram considerados importantes pelos IA brasileiros.

Este achado sugere que não há um motivo específico que garanta o investimento, o que pode ser reforçado por Landström (1998), para quem “geralmente, apenas alguns critérios são utilizados, e isso depende do perfil, do tipo de investimento e, ainda, de fatores pessoais do investidor”. (LANDSTRÖM, 1998, p.322)

Desta forma, atendendo ao objetivo principal deste estudo, foi possível observar que os critérios citados como importantes, e que podem ser considerados como critérios que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups são: “interesse e benefícios do produto”, “inovação e qualidade”, “tamanho do mercado”, “potencial de crescimento do mercado”, experiência do empreendedor”, “histórico do empreendedor”, “paixão e comprometimento do empreendedor”, “integridade e confiança do empreendedor”, “rentabilidade real”, “plano de negócios/apresentação”, “ROI/valorização”, “abertura a ajustes do empreendedor”, “abertura a ajustes do negócio” e “papel do investidor”.

Foi possível identificar que os critérios considerados como importantes pelos IA brasileiros abrangem todas as dimensões citadas por Maxwell et al.(2011): Produto, Mercado, Empreendedor, Financeiro e Investimento.

Um dos objetivos específicos deste trabalho foi verificar quais os critérios de decisão de investimento considerados de maior importância pelos IA brasileiros.

Por meio da classificação, pelos IA, dos cinco critérios mais importantes, foi possível identificar que os critérios de “rentabilidade real”, “interesse e benefícios do produto”, “inovação e qualidade do produto” e “ROI/valorização” foram considerados de maior

importância, o que sugere maior incidência e propensão ao uso destes critérios por IA brasileiros.

Notou-se que estes critérios variam em importância quando comparados a estudos internacionais, porém, aparecem em grande parte dos estudos pesquisados, como Mason e Harrison (2002) e Van Osnabrugge (2000) no Reino Unido; Bacher e Guild (1996) no Canadá; Landström (1998) na Suécia; Steedler & Peters (2003) na Alemanha; e Sudek (2006) e Paul et al. (2007) nos EUA.

Quanto à identificação de novos critérios utilizados pelos IA brasileiros, foram identificados três novos critérios, sendo dois sugeridos por especialistas: o ambiente em que a startup está inserida, e o plano estratégico; e um indicado por um IA: a análise do *timing* do produto.

O levantamento de informações na literatura não identificou critérios que se assemelhem aos sugeridos, porém, é necessária uma análise e validação antes que possam ser considerados novos critérios, uma vez que, por terem sido identificados ao longo das entrevistas, não foi possível validar estes novos critérios junto aos IA.

Outro objetivo deste trabalho foi analisar se os critérios identificados em estudos internacionais correspondem à prática adotada na realidade brasileira.

A importância dada pelos entrevistados a grande parte dos critérios levantados na literatura demonstrou que estes critérios correspondem às necessidades dos IA brasileiros. Sua correspondência pôde ser verificada quando cada critério foi comparado a estudos internacionais, e identificou-se similaridade em quase todos os critérios analisados.

A exceção foram os critérios de “proteção/patente do produto”, “dinâmica do mercado” e “liquidez do negócio”, em que foi dada menor importância pelos IA brasileiros em comparação a IA de outros países.

Desta forma, foi possível identificar que os critérios identificados em estudos internacionais são considerados importantes pelos IA brasileiros e, assim, correspondem à prática adotada na realidade brasileira.

Ainda que não constassem nos objetivos iniciais deste estudo, outros achados foram possíveis após a análise dos dados levantados.

Foi possível efetivar um comparativo entre as respostas dos IA e dos especialistas, o que demonstrou similaridade de opiniões na maioria dos critérios analisados. As exceções foram os critérios de “dinâmica do mercado”, “experiência do empreendedor”, “paixão e

comprometimento do empreendedor”, “ROI/valorização” e “liquidez”, onde os especialistas divergem dos IA quanto à importância destes critérios.

Desta forma, ainda que existam diferenças, os IA e especialistas convergem em suas opiniões em 12 critérios, o que demonstra alinhamento entre os entrevistados quanto à importância e ao uso dos critérios de decisão de investimento.

Outra informação que não constava nos objetivos iniciais e pode ser considerada um subproduto deste estudo são as principais dificuldades e os principais motivos encontrados por IA brasileiros a investirem em startups.

Foi possível identificar que os principais motivos de investimento em startups estão relacionados a características do empreendedor, como confiança na pessoa técnica, e características do mercado, como potencial de crescimento do mercado.

Quanto às principais dificuldades para se investir em startup, foi possível identificar critérios relacionados ao empreendedor, como ego do empreendedor e falta de estratégia, bem como critérios relacionados ao produto, como ideia relevante e dificuldades estruturais.

6.1 Contribuições do estudo

Esta pesquisa apresenta contribuições para a comunidade acadêmica, para IA e empreendedores.

A contribuição acadêmica está no referencial teórico desenvolvido, principalmente nos campos de startups e IA no Brasil, áreas ainda não consolidadas no meio acadêmico e que são objetos de estudo de outros pesquisadores.

Os critérios de decisão de investimento levantados na literatura internacional e sua importância identificada na análise qualitativa ajudam a identificar a possibilidade da aplicação destes critérios à realidade do IA brasileiro.

As contribuições para os IA e empreendedores residem, principalmente, em duas situações. Primeiro pela identificação das dificuldades encontradas para investimento em startups, por meio do qual os empreendedores podem, a partir do seu entendimento, melhor se preparar para obter capital destes investidores. Em seguida, pelo levantamento dos critérios mais importantes classificados neste trabalho, os quais possibilitam IA a utilizar estes critérios como padrão em seu processo decisório, bem como possibilita empreendedores a entenderem as necessidades dos IA e se adequarem aos critérios identificados.

6.2 Limitações

A primeira limitação apresentada neste trabalho está na dificuldade de acesso ao público alvo da amostra: os IA. Foi possível identificar que, por sua característica de atuar, normalmente, como um investidor individual, e de aplicar capital próprio, o IA se caracteriza por optar pela discrição. Esta discrição dos IA, bem como o acesso restrito a este público, aplicado pelas associações ou grupos de anjos, dificultou o acesso aos entrevistados, limitando a pesquisa a 5 IA.

Outra limitação deste trabalho está no acesso a dados sobre IA no Brasil. Embora existam associações de anjos em algumas regiões, como São Paulo (Anjos do Brasil) e Rio de Janeiro (Gávea Angels), não foi identificada nenhuma pesquisa realizada por órgãos governamentais ou por instituições de ensino acerca do perfil deste público no Brasil. As poucas informações existentes são disponíveis em reportagens de periódicos e nas próprias associações de anjos, porém com acesso restrito.

Acrescenta-se às limitações deste estudo o fato de que, no Brasil, o fenômeno deste estudo é recente em comparação a ambientes mais avançados, como EUA, Reino Unido e Canadá, onde tanto IA como startups são fenômenos mais antigos.

6.3 Recomendações para estudos futuros

Os resultados apresentados neste trabalho possibilitam a geração de novos estudos a partir dele. Recomenda-se o desenvolvimento de pesquisas comparativas entre IA que atuam isoladamente e IA que atuam em grupos, de forma a entender se o processo decisório utilizado por anjos atuantes em grupos difere daquele utilizado por anjos que investem isoladamente.

Também podem ser elaboradas pesquisas sobre o perfil do IA no Brasil, de forma levantar informações que contribuam ao acesso e entendimento deste público em específico.

Outra contribuição seria a elaboração de estudos mais focados em uma dimensão ou em critérios específicos de decisão de investimento, de forma a limitar a sua abrangência e possibilitar análises quantitativas, visando identificar quanto um critério específico afeta o processo decisório como um todo.

Sugere-se também o estudo sobre a aplicação dos critérios de decisão em startups de diferentes áreas de atuação, como tecnologia da informação (TI), biomedicina, educação,

moda, redes sociais, entre outras, a fim de entender se os critérios são gerais ou se diferem quando aplicados em startups de diferentes áreas.

Outro estudo pode ser realizado acerca da importância do ambiente da startup (se está em uma incubadora ou aceleradora) influencia na decisão de investimento pelo IA, o que pode gerar um novo critério a ser analisado.

7 REFERÊNCIAS

- ABSTARTUPS - Associação Brasileira de Startups. **Estatísticas das startups brasileiras**. 2015. Em: <http://www.abstartups.com.br/status>. Acessado em 23/04/2015
- AERNOUDT, Rudy. *Business Angels: should they fly on their own wings*. Venture Capital, 1(2), 1999, p.187-195.
- ANPROTEC - Associação Nacional para o Progresso da Tecnologia. **Estudo, análises e proposições sobre as incubadoras de empresas no Brasil**. Disponível em: http://www.anprotec.org.br/ArquivosDin/Estudo_de_Incubadoras_Resumo_web_22-06_FINAL_pdf_59.pdf. Acessado em 23/04/2015
- ALBERO, André Luiz Pacheco. **Empreendedorismo, fator vital na sobrevivência das pequenas empresas**. FATEC, 2007.
- AMATUCCI, Frances M.; SOHL, Jeffrey E. *Women Entrepreneurs securing business angels financing: tales from the field*. Venture Capital, 6 (2-3), 2004, p.181-196.
- BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. *Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors*. Frontiers of Entrepreneurship Research (Proceedings of the 16th Annual Entrepreneurship Research Conference), 1996, pp. 363–376, Babson College, Wellesley, MA.
- BARDIN, Lawrence. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BRANSCOMB, Lewis M., AUERSWALD, Phillip E. *Between Invention and Innovation An Analysis of Funding for Early-Stage Technology Development*. 2012. Online, Disponível em: <http://www.atp.nist.gov/eao/gcr02-841/gcr02-841.pdf>. Acessado em 10 de Maio de 2015.
- BOTELHO, Antonio José Junqueira; DIDIER, Daniela.; RODRIGUEZ, Martius Vicente Rodriguez. **Impulsionando o Take-off da Inovação no Brasil: O Investidor Anjo**. Enanpad – Encontro , 30º encontro da ANPAD, Salvador/BA – 23 a 27 de Setembro, 2006.
- BRITO, Eliane Pereira Zamith; BRITO, Luiz Artur Ledur; MORGANTI, Fábio. **Inovação e seu efeito no desempenho das empresas: lucro ou crescimento?**. Anais do EnANPAD, Brasília, DF, Brasil, 29, 2005.
- BRITTEN, Nicky. *Qualitative interviews in medical research*. BMJ, 1995.
- BYGRAVE, William D.; TIMMONS, Jeffry, **Venture Capital at the Crossroads**. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. 1992
- CALVOSA, Marcello, FREITAS, Jefferson. *Angel investor: empreendedorismo fomentado através de uma nova modalidade de investidor*. Revista Cadernos de Administração. Ano 1, Vol.1, nº.02, Jul-Dez 2008.
- CARDULLO, Mario W, *Technological Entrepreneurism*, Research Studies Press Ltd, Baldock, Herts (1999)
- CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006, p.135.

- CLARK, Collin. *The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions*. *Venture Capital* 10 (3), 2008, p. 257–279.
- COLIN, B. *Adventure Capital*. Inc. Setembro de 1989, p. 32-48
- DAL CIN, Patrizia E. (1993). *Canadian Informal Investors: Towards A Framework For Policy Initiatives*. Masters of Management Studies Thesis, School of Business, Carleton University, Ottawa, Ontario.
- DESLAURIERS, Jean-Pierre; KÉRISIT, Michele. **O delineamento de pesquisa qualitativa**. In: A Pesquisa Qualitativa: Enfoques epistemológicos e metodológicos. Petrópolis: Vozes, 2008. p. 127-153.
- DESLAURIERS Jean-Pierre. *Recherche qualitative. Guide pratique*. Montréal, McGraw-Hill; 1991.
- DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa**. São Paulo: Cultura, 2006.
- DORNELAS, José Carlos Assis. **Empreendedorismo: transformando idéias em negócios**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- Druxbury, Linda, Haines, George; Riding, Alan. *Financing enterprise development: decision-making by Canadian angels*, in: S.L. Tracy e E.M. Tracy (eds), *Proceedings of the Association of Management and International Association of Management*, Montreal, p. 17-22, 1997.
- EILON, Samuel. *What is a decision?* *Management Science*, vol.16, Nº. 4, Dezembro de 1969.
- EXAME. **Quem são e o que procuram os investidores anjo do Brasil**. Em <http://exame.abril.com.br/pme/noticias/quem-sao-e-o-que-procuram-os-investidores-anjo-do-brasil>, 28/agosto/2014. Acessado em 29 de setembro de 2014.
- EXAME. **As melhores empresas do Brasil em 2014**. Em: <http://exame.abril.com.br/negocios/melhores-e-maiores/2014/> acessado em 12/01/2015
- FEENEY, Lisa; HAINES, George; RIDING, Allan. *Private investors' investment criteria: insights from qualitative data*. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1 (2), 1999, p.121–145.
- FILARDI, Fernando; BARROS, Filipe Delarissa; FISCHMANN, Adalberto A. **Do homo empreendedor ao homo contemporâneo: evolução das características empreendedoras de 1848 a 2014**. Revista Ibero-Americana de Estratégia – RIAE. Vol.13, Nº. 3, Julho/Setembro. 2014
- FILION, Luis Jacques. **Empreendedores e proprietários de pequenos negócios**. Revista da Administração, São Paulo, v. 34, n. 2, p. 5-28, 1999.
- FLYIN, D., FORMAN, Andrew M. (2001). *Life cycles of new venture organizations: Different factors affecting performance*. *Journal of Developmental Entrepreneurship*. Abril de 2001. P. 41-58.
- FREEMAN, C. (1982). *The Economics of Industrial Innovation*. Londres/Inglaterra: Frances Printer.
- FRIED, Vance H. and HISRICH, Robert D. *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*. *Financial Management* Vol. 23, No. 3, *Venture Capital Special Issue* (1994), pp. 28-37
- FUNDAÇÃO DOM CABRAL – FDC. **Causas da mortalidade de startups brasileiras: o que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado?** 2012.

- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR (GEM). **2014 Global Report**. Global Entrepreneurship Research Association (GERA), 2014.
- GODOY, Arylda S. **Pesquisa Qualitativa Tipos Fundamentais**. RAE- Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v.35, n.3, p. 20-29, 1995.
- GOLDENBERG, Mirian. **A arte de pesquisar**. Rio de Janeiro: Record, 1997.
- GOMES, Daniel Teodoro; MUNIZ, Reynaldo Maia; DIAS, Alexandre Teixeira; GONÇALVES, Carlos Alberto – **Apresentação de um projeto de estratégia em uma pempresa inovadora**. Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, v. 5, n. 3, p. 413-438, SET./DEZ. 2012.
- HALL, John, and HOFER, Charles W. **Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation**. *Journal of Business Venturing*, 8:1, 1993, pp. 25-42.
- HAAR, Nancy E., STARR, Jennifer, MACMILLAN, Ian C. **Informal risk capital investors: investment patterns on the east coast of the USA**. *Journal of Business Venturing* 3, 1988, p. 11–29.
- HAINES, George H.; MADILL, Judith J.; RIDING, Allan L. **Informal investment in Canada: financing small business growth**. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 16 (3/4), 2003, p.13–40.
- KIM, W. Chan.; MAUBORGNE, René. **A Estratégia do Oceano Azul: como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante**. 10 a Edição. Elsevier. Rio de Janeiro, 2005.
- KRAKAUER, Patricia Viveiros de Casto. **Ensino de empreendedorismo: estudo exploratório sobre a aplicação da teoria experiencial**. São Paulo, 2014. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Economia e Contabilidade - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, 2014.
- LAKATOS, Eva M.; MARCONI, Marina A. **Fundamentos de pesquisa metodológica científica**. 5a ed. Revisado e ampliada. São Paulo:Atlas, 2003.
- LANDSTRÖM, Hans. **Informal investors as entrepreneurs**. *Technovation* 18 (5), 1998, p.321–333.
- _____. **Pioneers in entrepreneurship and Small Business Research**. Ed. Springer, Suécia. 2007. Edição digital em www.springer.com/series/6149.
- LEE, D. Scott. **Management Buyout Proposals and Inside Information**. *The Journal of Finance*. Vol. 47, No. 3, *Papers and Proceedings of the Fifty-Second Annual Meeting of the American Finance Association*, New Orleans, Louisiana January 3-5, 1992 (Jul., 1992), pp. 1061-1079
- LIU, Yan. 2000. *An Overview of Angel Investors in Canada*. MFA, University of Texas.
- MACMILLAN, Ian C.; KULOW, David M.; KHOLIAN, Roubina. **Venture capitalists' involymnt in their investments: extent and performance**. *Journal of Business Venturing* 4, 1989, p.27–47.
- MACMILLAN, Ian C.; ZEMAN, Lauriann; SUBBA NARASIMHA, P. Nao. **Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process**. (1986) Working Paper

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. *The Informal Venture Capital Market in the UK*, in: A. Hughes and D. J. Storey (eds) *Financing Small Firms*, 1994, pp. 64–111. London: Routledge.

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

_____. *Why business angels' say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor*. *International Small Business Journal* 14 (2), 1996, p.35–51.

_____. *Barriers to investment in the informal venture capital sector*. *Entrepreneurship and Regional Development* 14, 2002, 271–287.

_____. *Auditioning for money: what do technology investors look for at the initial screening stage?* *Journal of Private Equity* 6 (2), 2003, p.29–42.

MASON, Colin.; STARK, Matthew. *What do investors look for in a business plan?* *International Small Business Journal* 22 (3), 2004, p.227–248.

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

MEIRELLES, Jorge Luis Faria; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. *Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de investimentos para empresas de base tecnológica*. *Revista Gestão de Produção*, v.15, n.1, 2008, p.11-21.

MINAYO, Maria Cecília S. *O desafio do conhecimento: pesquisa qualitativa em saúde*. 4. ed. São Paulo, 1996. 269p.

MOTOHASHI, Kazuyuki. *Innovation strategy and business performance of Japanese manufacturing firms*. *Economics of Innovation and New Technology*, v. 7, n. 1, p. 27-52, September 1998.

NAKAGAWA, Marcelo Hisroshi. *Empresa inovadora de base tecnológica: um modelo de desenvolvimento para o contexto brasileiro*. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Engenharia) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2008.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OECD. *Drivers of Growth: Information Technology, Innovation and Entrepreneurship*. Paris: OECD, 2001.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OECD. *2nd CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SMEs)* Istanbul, Turkey 3-5 June 2004.

PAUL, Stuart; WHITTAM, George; WYPER, Janette. *Towards a model of the business angel investment process*. *Venture Capital—an International Journal of Entrepreneurial Finance* 9 (2), 2007, p.107–125.

PORTER, Michael E. *Competição: estratégias competitivas essenciais*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

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

REW, Lynn.; BECHTEL, Deborah.; SAPP, Aida. *Self-as-instrument in qualitative research*. *Nursing Research*, 1993.

- RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Economia e Contabilidade - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, 2005.
- RIDING, Allan, MADDILL, Judith, HAINES, George. *Investment decision making by business angels*. In: Landström, H. (Ed.), *Handbook of Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2007, pp. 332–346.
- RIES, Eric. *The Lean Startup How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Publishing, Newyork (2011).
- ROBERTS, Edward B. (1990) *Initial Capital for the New Technological Enterprise* IEEE Transactions on Engineering Management, 37:2, pp 81-94.
- SAPIENZA, Harry. J.; VILLANUEVA, Jaume. *Conceptual and theoretical reflections on venture capital research*. Em: *Handbook of Research on Venture Capital*. Landström (org.) 2007.
- SCHEIN, Edgar. *Organizational Culture and Leadership*. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1985.
- SCHILIT, W.Keith. *Dream Makers and Deal Breakers - Inside the Venture Capital Industry* Prentice-Hall, Inc., 1991, pp. 85-124.
- SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, socialismo e democracia**. Rio: Zahar. 1984.
- _____. *Science and ideology*. American Economic Review, v. 39, p. 345-359, Mar. 1949. (Em I: p. 129-144, Feb. 1981).
- _____. **O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico**. In *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro: Nova Cultural, 1985
- SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Relatório de pesquisa Sebrae, 2011.
- SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. **Causa Mortis: o sucesso e o fracasso das empresas nos primeiros cinco anos de vida**. 2013.
- SILVER, Aaron D. *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*. John Wiley & Sons, 1985.
- SOHL, Jeffrey E. *The early stage equity market in the USA*. Venture Capital, v.1, 1999, 101-120.
- STARTUP GENOME. *Startup ecosystem report*. 2012. Disponível em: <http://startup-ecosystem.compass.co> acessado em 25/01/2015.
- STEDLER, Heinrich; PETERS, Hans Heintich. *Business angels in Germany: an empirical study*. Venture Capital 5 (3), 2003, p.269–276.
- SUDEK, Richard. *Angel investment criteria*. Journal of Small Business Strategy 17 (2), 2006, 89–103.
- TEYBJEE, Tyzoon T.; BRUNO, Albert V. *A model of venture capitalist investment activity*. Management Science, v.30, 1984, p.1051-66.
- UTTERBACK, James M. *Mastering the Dynamics of Innovation*. Harvard Business School Press: Boston. 1994.

VAN OSNABRUGGE, Mark. *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis*. *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance* 2 (2), 2000, p.91–109.

WELLS, W.A. (1974) *Venture Capital Decision-Making Dissertation Abstracts* (Ph.D.) 35:12A pp. 7475-7476.

WETZEL, William E. *Angels and Informal Risk Capital*. *Sloan Management Review*, 24 (4), 23-24, 1983.

_____. *The informal venture capital market: aspects of scale and market efficiency. In Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, 1987.

WETZEL, William; FREEAR, J. (1996). *Promoting Informal Venture Capital In The United States: Reflections On The History Of The Venture Capital Network*. In *Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*, R. T. Harrison and C. M. Mason (Eds), pp. 61–74. Prentice Hall, Hemel Hempstead.

SITES CONSULTADOS

ANGEL.COM - [https://angel.co/companies?locations\[\]=Silicon+Valley](https://angel.co/companies?locations[]=Silicon+Valley) - acessado em 18/03/2015

ACA - Angel Capital Association - <http://www.angelcapitalassociation.org> - acessado em 22/03/2015

BABSON – 2015 - <http://define.babson.edu> - acessado em 10/03/2015

FORTUNE. GLOBAL 500. Em: <http://fortune.com/global500/2014/> Acessado em 12/01/2015

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, FMI. World Economic Outlook Database, 2015. Em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/> acessado em 20/04/2015

INSIDESTARTUP - http://www.insidestartups.co.uk/blog/the-uk-startup-economy-in-numbers-nov-2012/?doing_wp_cron=1434995363.6234540939331054687500 - acessado em 22/02/2015

NASDAQ – www.nasdaq.com - acessado em 12/02/2015

UK BUSINESS ANGELS ASSOCIATION - <http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk> - acessado em 27/03/2015

WALL STREET JOURNAL – 2015 - <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/> - acessado em 22/02/2015

APÊNDICES

APÊNDICE 1: ROTEIRO PARA ENTREVISTA COM INVESTIDORES ANJO

A. Introdução

- (1) Agradecer a participação do respondente.
- (2) Comentar sobre a confidencialidade dos dados.
- (3) Explicar o motivo da entrevista.
- (4) Explicar do que se trata a pesquisa

B. Levantar informações do perfil do entrevistado e avaliar a importância dada aos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

1. Qual a sua idade e sua formação? Fale um pouco sobre sua carreira profissional? Como iniciou os investimentos?
2. Com que frequência você costuma investir em novas empresas?
3. Quantos investimentos realizou nos últimos 3 anos.
4. Qual o segmento principal das empresas que receberam investimento?
5. Como você costuma decidir ou definir um investimento em um novo negócio?
6. Quais são os fatores essenciais que levaram você a investir em um negócio?
7. Na sua experiência, quais são as maiores dificuldades encontradas nas oportunidades de negócio identificadas recentemente?
8. Como você vê a inserção de critérios específicos no processo de decisão de investimento em um novo negócio?
9. Qual a importância que os benefícios do produto têm na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por benefícios do produto Interesses e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.
10. Qual a importância que os que os fatores de proteção/patente do produto ou serviço têm na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por fatores de proteção/patente do produto possibilidades de proteção de patente para o negócio.
11. Qual a importância que a inovação e a qualidade do produto/serviço têm na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por inovação e a qualidade do produto/serviço o grande potencial de inovação e de qualidade que o produto pode oferecer ao mercado.
12. Qual a importância que o tamanho do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por tamanho do mercado o tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou nicho.
13. Qual a importância que o potencial de crescimento do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por potencial de crescimento do mercado o potencial atrativo de crescimento do mercado.
14. Qual a importância que a dinâmica do mercado tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por dinâmica do mercado fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado
15. Qual a importância que a experiência do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por experiência do empreendedor conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento.
16. Qual a importância que a histórico do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por histórico as informações importantes do empreendedor, incluindo seu conhecimento e experiência.
17. Qual a importância que a paixão e comprometimento do empreendedor ao projeto tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por paixão e comprometimento a paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.
18. Qual a importância que a integridade e a confiabilidade do empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por integridade e confiabilidade a honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio.
19. Qual a importância que a rentabilidade realista tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por rentabilidade realista as informações de rentabilidade reais e projetadas para o negócio.

20. Qual a importância que a apresentação de um bom plano de negócios na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por apresentação de um bom plano de negócios um bom Plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor.
21. Qual a importância que o ROI/valorização tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por ROI/valorização informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída
22. Qual a importância que a liquidez do negócio tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por liquidez do negócio a possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.
23. Qual a importância que a abertura a ajustes pelo empreendedor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por abertura a ajustes pelo empreendedor as possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, em em todos os aspectos, como marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos.
24. 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 bertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias.
25. Qual a importância que o papel do investidor tem na sua decisão de investir ou não em um novo negócio? Entende-se por papel do investidor no negócio a abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir.
26. Em relação às dimensões apresentadas, existe algum critério que você utiliza e que não foi citado ao longo da entrevista?

C. Classificação das Variáveis

27. Escolha os cinco critérios de investimento que, na sua visão, seriam os mais importantes na decisão de investir em um novo negócio. Classifique-os, de 1 a 5, conforme a ordem de importância de cada um, sendo 1 para o critério mais relevante para que você decida por investir em um negócio e 5 para o menos relevante.

Dimensões	Critérios	Importância
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	
	fatores de proteção/patente do produto ou serviço	
	Inovação e qualidade do produto/serviço	
Mercado	Tamanho do mercado	
	Potencial de crescimento do mercado	
	Dinâmica do mercado	
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	
	Histórico do empreendedor	
	Paixão e comprometimento do empreendedor	
	Integridade e confiança no empreendedor	
Financeiro	Rentabilidade real	
	Plano de Negócios/apresentação	
	ROI/Valorização	
	Liquidez do negócio	
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	
	Abertura a justes no negócio	
	Papel do investidor no negócio	

APÊNDICE 2: ROTEIRO PARA ENTREVISTA COM ESPECIALISTAS

A. Introdução

- (1) Agradecer a participação do respondente.
- (2) Comentar sobre a confidencialidade dos dados.
- (3) Explicar o motivo da entrevista.
- (4) Explicar do que se trata a pesquisa

B. Levantar informações do perfil do entrevistado e avaliar a importância dada aos critérios de decisão de investimento levantados na literatura.

1. Qual a sua idade e sua formação? Fale um pouco sobre sua carreira profissional? Como iniciou os investimentos?
2. Na sua experiência, quais são as maiores dificuldades encontradas nas oportunidades de negócio identificadas por Investidores Anjo?
3. Como você vê a inserção de critérios específicos no processo de decisão de investimento em um novo negócio?
4. Qual a importância que os benefícios do produto têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por benefícios do produto Interesses e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.
5. Qual a importância que os que os fatores de proteção/patente do produto ou serviço têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por fatores de proteção/patente do produto possibilidades de proteção de patente para o negócio.
6. Qual a importância que a inovação e a qualidade do produto/serviço têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por inovação e a qualidade do produto/serviço o grande potencial de inovação e de qualidade que o produto pode oferecer ao mercado.
7. Qual a importância que o tamanho do mercado têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por tamanho do mercado o tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou nicho.
8. Qual a importância que o potencial de crescimento do mercado têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por potencial de crescimento do mercado o potencial atrativo de crescimento do mercado.
9. Qual a importância que a dinâmica do mercado têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por dinâmica do mercado fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado
10. Qual a importância que a experiência do empreendedor têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por experiência do empreendedor conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento.
11. Qual a importância que a histórico do empreendedor têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por histórico as informações importantes do empreendedor, incluindo seu conhecimento e experiência.
12. Qual a importância que a paixão e comprometimento do empreendedor ao projeto têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por paixão e comprometimento a paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.
13. Qual a importância que a integridade e a confiabilidade do empreendedor têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por integridade e confiabilidade a honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio.
14. Qual a importância que a rentabilidade realista têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por rentabilidade realista as informações de rentabilidade reais e projetadas para o negócio.
15. Qual a importância que a apresentação de um bom plano de negócios têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por apresentação de um bom plano de negócios um bom Plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor.
16. Qual a importância que o ROI/valorização têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por ROI/valorização informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída
17. Qual a importância que a liquidez do negócio têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por liquidez do negócio a possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.
18. Qual a importância que a abertura a ajustes pelo empreendedor têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por abertura a ajustes pelo empreendedor as possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, em em todos os aspectos, como marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos.

19. Qual a importância que a abertura a ajustes no negócio têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por abertura a ajustes no negócio empreendedores que sejam bertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias.
20. Qual a importância que o papel do investidor têm na decisão de investimento ou não em um novo negócio? Entende-se por papel do investidor no negócio a abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir.
21. Em relação às dimensões apresentadas, existe algum critério que você vê como importante e que não foi citado ao longo da entrevista?

C. Classificação das Variáveis

22. Escolha os cinco critérios de investimento que, na sua visão, seriam os mais importantes na decisão de investir em um novo negócio. Classifique-os, de 1 a 5, conforme a ordem de importância de cada um, sendo 1 para o critério mais relevante para que você decida por investir em um negócio e 5 para o menos relevante.

Dimensões	Crítérios	Importância
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	
	fatores de proteção/patente do produto ou serviço	
	Inovação e qualidade do produto/serviço	
Mercado	Tamanho do mercado	
	Potencial de crescimento do mercado	
	Dinâmica do mercado	
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	
	Histórico do empreendedor	
	Paixão e comprometimento do empreendedor	
	Integridade e confiança no empreendedor	
Financeiro	Rentabilidade real	
	Plano de Negócios/apresentação	
	ROI/Valorização	
	Liquidez do negócio	
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	
	Abertura a justes no negócio	
	Papel do investidor no negócio	