

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM EMPREENDEDORISMO

Milton José Daré Junior

Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor

São Paulo
2022

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Chefe do Departamento de Administração

Profa. Dra. Graziella Maria Comini
Coordenadora do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo

MILTON JOSÉ DARÉ JUNIOR

Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor

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

Orientador: Profa. Dra. Liliam Sanchez Carrete

Versão original

São Paulo

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica, desenvolvido pelo Instituto de Ciências Matemáticas e de Computação, da Universidade de São Paulo

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Daré Junior, Milton José.

Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um manual do investidor / Milton José Daré Junior. - São Paulo, 2022.
128 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2022.
Orientador: Liliam Sanchez Carrete.

1. Startups. 2. Investidor anjo. 3. Investimento anjo. 4. Avaliação de startups. 5. Brasil. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: Daré Junior, Milton José.

Título: Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Mestrado Profissional em Empreendedorismo do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: __/__/____

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

AGRADECIMENTOS

À minha esposa Beatriz, minha companheira de vida, pelo suporte emocional, apoio incondicional e incentivo ao meu empreendedorismo acadêmico e profissional.

Ao meu pai (*in memoriam*), por ter me transmitido os valores da educação e ser uma verdadeira inspiração de vida, e por ter mostrado que o estudo é capaz de mudar a realidade de uma família. Pude sentir sua presença em cada momento deste trabalho.

À minha mãe, pela paciência de ter sido minha primeira professora particular e ter insistido para que eu estudasse, embora, quando era criança, eu não tinha a menor consciência do que isso significava.

À minha irmã Patrícia, por sempre ter me incentivado nos estudos, sempre acreditando em mim quando, às vezes, nem mesmo eu acreditava em meu potencial acadêmico.

Aos professores da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA-USP), por todos os ensinamentos. Em especial, à Profa. Dra. Liliam Carrete, minha orientadora, por ter me dado suporte, por ter me orientado e ter sonhado junto comigo com a construção deste trabalho, visando gerar impacto positivo no Brasil.

Ao Prof. Dr. Marcelo Nakagawa e ao Prof. Dr. Guilherme Shiraishi que compuseram a banca de qualificação, pelas contribuições tão importantes para o direcionamento deste trabalho.

À Fabiana Caseiro, do Departamento Administrativo da FEA USP, por seu comprometimento não só comigo, mas com todos os alunos do Mestrado Profissional em Empreendedorismo (MPE).

Aos colegas da T6 e T7 do MPE, em especial à amiga Bárbara Dehon, por terem compartilhado diversos sentimentos comigo, por terem sido compreensivos e muito incentivadores dessa jornada.

Ao FEA Angels, por ter me aberto portas junto a centenas de investidores anjos. Sem eles seria inviável fazer um trabalho como este.

Finalmente, um agradecimento especial ao meu time da Talentu Tech, por diversas vezes terem sido compreensivos com a minha ausência e por me acompanharem numa jornada empreendedora, transformando a carreira de diversos profissionais e contribuindo com centenas de *startups* pelo Brasil.

A todos, muito obrigado!

RESUMO

DARÉ JUNIOR, Milton José. **Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor**. 2022. 128f. Dissertação (Mestrado Profissional em Empreendedorismo) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

O presente trabalho teve como objetivo principal analisar as práticas do investimento anjo no Brasil, a fim de propor um manual de orientação aos investidores anjo. Buscou-se explorar as fontes de financiamento do tipo investimento anjo bem como suas melhores práticas no Brasil, com o intuito de guiar e orientar o investidor anjo brasileiro a compreender suas particularidades para que tal prática seja disseminada de forma estruturada e responsável. O estudo contextualizou-se na transformação do ambiente de investimentos anjo e do empreendedor brasileiro tendo como base as atividades e as práticas realizadas em países desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra. Para tanto, discorreu-se sobre a definição e as características do investimento anjo, bem como sobre as abordagens utilizadas por investidores anjo na prática desse tipo de investimento. A pesquisa enfatizou aspectos como: ciclo de vida de investimento em *startups*; o cenário brasileiro para tal prática; os canais de relacionamento com *startups* para a prática de investimento nessas organizações; os modelos de investimento e co-investimento com outros atores de mercado; a construção de teses de investimento; os modelos de avaliação; *due diligence*; abordagem de *valuation* e os principais termos de negociação. Foi realizado um levantamento científico a respeito dos principais aspectos levados em consideração para a tomada de decisão do investimento anjo em uma *startup*, assim como uma pesquisa exploratória do tipo *survey* junto a 214 investidores, utilizando-se o referencial teórico como base, a fim de desenvolver o manual proposto. Ao concluir a pesquisa foi possível afirmar que ainda há muito espaço para desenvolver o ecossistema de investimento anjo brasileiro, bem como para aprofundar temas como retorno sobre investimento, metodologias de avaliação de *startup*, critérios de avaliação e *due diligence*, visando tornar o investimento anjo mais profissional e com riscos mitigados.

Palavras-chave: *Startups*. Investidor anjo. Investimento anjo. Avaliação de *startups*. Brasil.

ABSTRACT

DARÉ JUNIOR, Milton José. **Angel investment practices in Brazil: proposal for an investor Handbook**. 2022. 128p. Dissertation (Professional Master in Entrepreneurship) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

The main objective of this paper is to analyze angel investing practices in Brazil to propose a handbook of best practices in angel investment in Brazil. Therefore, the study focused on the angel investing source of financing as well as best practices in Brazil to guide and mentor the Brazilian angel investors and understand its specificities for the angel investment practices to foster it responsibly and structured. The handbook will be sent to the association of angel investors FEA Angels and submitted to Angels for Brazil. This study took place in a context of changes in the Brazilian environment and its entrepreneurs, based on activities and practices from other developed countries such as the US and England. For such, the author discourses on the definition and characteristics of angel investment and the approaches applied by angel investors in this kind of investment. The research will give emphasis to aspects of investment life cycle in startups, the Brazilian scenario for this kind of investment, relationship channels with startups for the practice of investment in these organizations, models and investment and co-investment with other players in the markets, construction of investment thesis, evaluation methods, due diligence, valuation and main terms of negotiation. A scientific research was conducted to investigate the main aspects that affect decision making of angel investment in startups and to perform a survey exploratory research with 214 investors using the theoretical references to develop a handbook proposed. At the conclusion of the research, it was possible to affirm that there is still a lot of room to develop the Brazilian angel investment ecosystem, as well as to deepen topics such as return on investment, startup evaluation methodologies, evaluation criteria and due diligence, aiming to make angel investment more professional and with mitigated risks.

Keywords: Startups. Angel investment. Angel investor. Startups evaluation. Brazil.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 –	Ciclo de vida de uma <i>startup</i>	33
Figura 2 –	Tipos de investidores, conforme ciclo de vida de uma <i>startup</i>	39
Figura 3 –	Etapas de realização da pesquisa.....	69
Figura 4 –	Faixa etária dos respondentes.....	77
Figura 5 –	Fonte de informação sobre as <i>startups</i> a investir.....	79
Figura 6 –	Papéis desempenhados como investidor anjo.....	80
Figura 7 –	Autoclassificação de perfil como investidor anjo.....	81
Figura 8 –	Atratividade da <i>startup</i> para investimento conforme fase do ciclo de vida.....	83
Figura 9 –	Modelo de negócio preferido como destino do investimento.....	85
Figura 10 –	Preferência de saída (<i>exit</i>) do investidor por estágio de financiamento.....	87
Figura 11 –	Modelo de <i>valuation</i> de <i>startup</i>	90
Figura 12 –	Expectativa de retorno sobre investimento ao ano ao investir em <i>startups</i>	90
Figura 13 –	Quantidade de <i>startups</i> em que cada respondente já investiu.....	95
Figura 14 –	Porcentagem do patrimônio dos respondentes destinada a investimento em <i>startups</i>	96
Figura 15 –	<i>Ticket</i> médio de investimento por <i>startup</i>	97

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Participação de investidores anjo em redes de investimento anjo.....	78
Tabela 2 –	Motivação de realização do investimento anjo.....	82
Tabela 3 –	Setores preferidos dos investidores anjo.....	86
Tabela 4 –	Preferências do investidor quanto à localização da investida.....	86
Tabela 5 –	Preferências de modelo de investimento do investidor.....	88
Tabela 6 –	Relevância dos critérios de avaliação de <i>startups</i>	91
Tabela 7 –	Relevância dos termos de negociação de investimento em <i>startup</i>	92
Tabela 8 –	Tipos de <i>due diligence mais</i> praticadas por investidores.....	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 –	Principais definições de Investidor Anjo.....	41
Quadro 2 –	Quadro conceitual das categorias do investidor anjo.....	42
Quadro 3 –	Motivações do investidor anjo.....	44
Quadro 4 –	Contribuições do investidor anjo.....	45
Quadro 5 –	Processo de investimento de um fundo de VC.....	47
Quadro 6 –	Taxas de retorno alvo de um investidor de capital de risco e estágios de desenvolvimento de uma <i>startup</i>	62
Quadro 7 –	Avaliação de uma <i>startup</i> pelo Método de Berkus.....	63
Quadro 8 –	Método de <i>Scorecard</i>	64
Quadro 9 –	Método da Soma dos Fatores de Risco.....	66
Quadro 10 –	Principais temas de análise.....	73
Quadro 11 –	Matriz de amarração.....	75

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ARR	<i>Annual Recurring Revenue</i> (Receita anual recorrente)
B2B	<i>Business to Business</i> (Vendas com foco em empresas)
B2B2C	<i>Business to Business to Consumer</i> (Vendas para empresas e consumidores finais)
B2C	<i>Business to Consumer</i> (Vendas diretas ao consumidor final)
B2G	<i>Business to Government</i> (Vendas Diretas para o Governo)
CAC	<i>Customer Acquisition Cost</i> (Custo de Aquisição de Cliente)
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros)
CF	Fluxo de Caixa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAU/WAU/MAU	<i>Daily, Weekly or Monthly Active Users</i> (ou usuários ativos diariamente, semanalmente ou mensalmente)
D2C	<i>Direct to Consumer</i>
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FFFs	<i>Family, friends and fools</i>
GEN	<i>Global Entrepreneurship Networks</i>
GMV	<i>Gross Merchandise Value</i> (Valor Bruto de mercadoria transacionada)
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial)
LTV	<i>Life Time Value</i> (Valor que o cliente traz para a organização ao longo do tempo)
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
MRR	<i>Monthly Recurring Revenue</i> (Receita mensal recorrente)
NPS	<i>Net Promoter Score</i>
PE	<i>Private Equity</i> (Capital Privado)
PIPE/FAPESP	Pesquisa Inovativa em Pequenas Empresas/Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo
PLP	Projeto de Lei Complementar
P/L	Preço sobre Lucro
P/R	Preço sobre Receita

P/VP	Preço sobre Valor Patrimonial
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i> (Comissão de Valores Mobiliários)
SPE	Sociedade de Propósito Específico
VC	Fundos de <i>Venture Capital</i>
VE/LAJIDA	Valor da empresa sobre lajida
VP	Valor Presente

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	25
1.1	RELATO DA EXPERIÊNCIA	26
1.2	OBJETIVO DA PESQUISA	27
1.3	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	27
2	REFERENCIAL TEÓRICO	29
2.1	<i>STARTUPS</i>	29
2.1.1	Marco Legal das <i>Startups</i>	30
2.1.2	Ciclo de Vida de <i>Startups</i>	31
2.1.3	Jornada de Financiamento das <i>startup</i>	33
2.1.4	Modelo de Investimentos em <i>Startups</i>	36
2.2	INVESTIDORES ANJO.....	39
2.2.1	Conceito.....	40
2.2.2	Perfil dos Investidores Anjo	41
2.2.3	Motivações dos Investidores Anjo	43
2.2.4	Portfólio e <i>Ticket Médio</i> dos Investidores Anjo.....	44
2.2.5	Papel do Investidor Anjo	45
2.3	INVESTIMENTO ANJO.....	46
2.3.1	Processo de Investimento	47
2.3.2	Construção da Tese de Investimento	68
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	69
3.1	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	69
3.2	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	71
3.3	COLETA DE DADOS PRIMÁRIOS	72
3.3.1	Questionário	72
3.4	ANÁLISE DOS DADOS.....	73
3.5	MATRIZ DE AMARRAÇÃO	74
4	RESULTADOS E ANÁLISE DA PESQUISA E ANÁLISE	77
4.1	PERFIL DOS INVESTIDORES ANJO DA AMOSTRA - DADOS DEMOGRÁFICOS	77
4.1.1	Participação em Redes de Investidores	78
4.1.2	Comportamento do Investidor	79
4.1.3	Motivação do Investidor Anjo.....	82
4.1.4	Tese de Investimento	83
4.1.5	Método de Valuation (Avaliação) de <i>Startups</i>	89
4.1.6	CrITÉRIOS de Avaliação de Investimento	91
4.1.7	Análise do <i>Term Sheet</i> (Termo de Negociação).....	92
4.1.8	<i>Due diligence</i>	93
4.1.9	Levantamento do Conhecimento sobre o Marco Legal das <i>Startups</i>	93
4.2	PERFIL DOS INVESTIMENTOS DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL	94
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	99

5.1	LIMITAÇÕES	102
5.2	CONTRIBUIÇÕES.....	102
5.3	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	103
	REFERÊNCIAS	105
	APÊNDICES	111
	APÊNDICE 1: <i>FRAMEWORK</i> DE QUESTÕES PARA <i>STARTUPS</i>	111
	APÊNDICE 2: QUESTIONÁRIO DA PESQUISA.....	118
	APÊNDICE 3 – PREFERÊNCIAS DO INVESTIDOR QUANTO À LOCALIZAÇÃO DA INVESTIDA REFERENTE A TODOS OS ESTADOS.....	128

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o investimento anjo no Brasil vem apresentando uma notória trajetória de crescimento. De 2015 a 2019, o número total de investidores brasileiros que adentraram na prática do investimento anjo saltou de 7.260 para mais de 8.220, apresentando um crescimento de 13,22% no período, ao mesmo tempo em que, nesse mesmo período, o montante total aportado em *startups* (empresas nascentes de base tecnológicas), por investidores, aumentou de R\$ 784 milhões para mais de R\$ 1,06 bilhões, ou seja, um incremento de mais de 38,2% no volume financeiro aportado (ANJOS DO BRASIL, 2021).

Segundo a Associação Brasileira de Startups (STARTUPBASE, 2020), no período de 2016 a 2020, o número de *startups* criadas no país mais que triplicou, saindo de apenas 4.151, em 2016, para um total de mais 13.359, em 2020. Este fato coincidiu com a tendência no mercado brasileiro de redução da taxa básica de juros, que saiu de 14,25% ao ano, em 20 de janeiro de 2016, para os atuais 2% ao ano, em 28 de outubro de 2020 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020). Os números apresentados evidenciam uma oportunidade única para empreendedores, no sentido de captação de investimentos, pois, com a redução da taxa de juros, os investidores ficam mais dispostos a assumir mais riscos em troca da obtenção de maiores retornos sobre seus investimentos. Dessa forma, a tendência é que mais empreendimentos surjam e mais investidores estejam dispostos a avançar no mercado de *Venture Capital*.

Apesar do crescimento acelerado do número de *startups* criadas ao longo dos últimos anos, conforme supramencionado, o crescimento do número de investidores anjo ainda não o acompanhou proporcionalmente. Assim, este cenário pode trazer maiores desafios no momento de captação de investimentos por parte das *startups* e, também, de investimentos sob a ponto de vista do investidor. Para os investidores, com o aumento significativo da quantidade de *startups*, torna-se cada vez mais desafiador identificar e escolher em qual empresa investir. As atividades sobre como avaliar *startups*, conhecer seus ciclos de financiamento, identificar as oportunidades de mercado, desenvolver uma tese de investimento, fazer *due diligence*, entre outras acabam tendo uma importância ainda maior na ainda incipiente indústria de *Venture Capital* brasileira.

Para se ter uma base de comparação, segundo o *Global Entrepreneurship Networks* (GEN), os investidores anjo nos Estados Unidos aportam por ano, em média, mais de US\$ 25 bilhões, em mais de 70 mil empresas, sendo que cada investidor anjo investe cerca de US\$ 25

mil por *startup*. O estudo ainda ressalta que cada investidor anjo acaba investindo, em média, em até 11 *startups* (GLOBAL ENTREPRENEURSHIP NETWORK, 2021). A maturidade do ecossistema americano dá a visibilidade de quanto esse mercado ainda tem potencial para evoluir no Brasil.

Quando se trata de jornada de financiamento de *startups*, é importante contextualizar que o investimento anjo é apenas uma de suas diversas etapas desde sua criação, como forma de impulsionar suas operações. A jornada de financiamento característica de *startups* envolve as seguintes categorias: recursos próprios do empreendedor (ou *bootstrapping*) e por *family, friends and fools* (MANOLOVA et al., 2006), investidores anjo, aceleradoras, plataformas de *crowdfunding*, subsídios públicos, fundos de *Venture Capital, family offices, corporate Venture Capital* e bancos (TECH, 2018).

É importante destacar que as categorias da jornada de financiamento supramencionadas possuem seu momento específico de atuação junto às *startups*, de acordo com a fase de crescimento em que se encontram. A jornada de crescimento de uma *startup* envolve cinco grandes estágios, que são: o de desenvolvimento; o de startup; o de sobrevivência. o de rápido crescimento; e a maturidade precoce (LEACH; MELICHER, 2012). Em cada um destes estágios há sempre uma atuação mais característica de um tipo de financiamento em relação à outra.

1.1 RELATO DA EXPERIÊNCIA

O autor deste trabalho tem como experiência prática participações em empresas do tipo *startups*, tendo vivenciado diferentes cenários tanto como colaborador, momento em que teve a oportunidade de receber um plano de opções de ações da empresa para a qual trabalhava, quanto como investidor. Na ocasião do seu primeiro investimento, o autor teve a oportunidade de constatar, na prática, como ocorre o processo de investimento anjo, ao mesmo tempo em que também atuava na empresa investida.

Neste contexto, ao observar os desafios dos investidores e dos empreendedores neste processo de investimento e de negociação, bem como as demandas do mercado para o amadurecimento do investimento anjo com objetivo de alavancar novos negócios, o autor decidiu criar, em outubro de 2018, uma das primeiras associações de investimento anjo de ex-alunos de uma universidade do país, o FEA Angels (Associação de Investidores anjos formada por ex-alunos da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da

Universidade de São Paulo – FEA USP), com intuito de fomentar o investimento anjo e de viabilizar a criação e o fomento de novos negócios.

Soma-se a isso, o melhor entendimento da dinâmica de relacionamento investidor e empreendedor para que os aportes recebidos não tenham um impacto negativo no médio-longo prazo para as investidas no contexto de controle e motivação dos empreendedores em atuar em seus negócios.

1.2 OBJETIVO DA PESQUISA

O objetivo principal deste trabalho foi analisar as práticas do investimento anjo no Brasil a fim de propor um manual de melhores práticas para o investidor anjo.

Os objetivos secundários foram:

- Compreender o investimento anjo no Brasil e suas particularidades para que essa prática seja disseminada de forma estruturada e responsável pelo ecossistema empreendedor;
- Explorar as fontes de financiamento do tipo investimento anjo, bem como suas melhores práticas no Brasil;
- Guiar e orientar o investidor anjo brasileiro a respeito das melhores práticas a serem difundidas no Brasil.

1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho apresenta-se estruturado em cinco Capítulos. No Capítulo 1 INTRODUÇÃO, foi explicado o contexto atual da prática do investimento anjo no Brasil, detalhando números importantes do ecossistema empreendedor. No Capítulo 2 REFERENCIAL TEÓRICO, foram levantados os construtos teóricos para subsidiar o desenvolvimento da pesquisa quantitativa de forma a suportar a construção de um manual do investidor anjo. No Capítulo 3 METODOLOGIA, foram detalhados os métodos utilizados para a coleta dos dados amostrais, com o intuito de parametrizar atividades e práticas realizadas pelos investidores anjo brasileiros. No Capítulo 4 RESULTADOS, foi relatada as principais descobertas da pesquisa traçando o perfil das práticas do investimento anjo no Brasil bem como suas semelhanças e diferenças com o que é realizado em outros mercados globalmente. No Capítulo 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS destacaram-se as principais

descobertas da pesquisa bem como suas limitações e contribuições para o ecossistema empreendedor. A seguir foram especificadas as REFERÊNCIAS utilizadas para a elaboração do presente trabalho e os APÊNDICES onde constam tanto o *Framework* quanto o Questionário utilizado para a coleta de dados primários.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para melhor compreensão do tema proposto, é importante apresentar os conceitos de *startup* e de investimento anjo, assim como um breve histórico de seu surgimento, além de discorrer sobre a temática do *smart money*, e de contextualizar sua prática dentro do ciclo de vida da *startup*, relacionando o investimento anjo com os fundos de *venture capital*.

2.1 STARTUPS

No presente estudo, foi dispensado maior destaque aos investidores que buscam realizar aportes em empresas do tipo *startup*, por isso, se faz necessário conceituá-las e contextualizá-las, assim com compreender sua trajetória.

O conceito de *startup* é algo que vem sendo difundido amplamente nos últimos anos, sobretudo com o advento de diversas empresas de alta tecnologia – principalmente de Internet – que têm se tornado notáveis por meio da mídia tradicional. Empresas como a Amazon, o Google, o Facebook, o Netflix e outras nasceram como parte deste grupo e contribuem para sua ampla popularidade. Ao consultar o *Google Trends*, é possível identificar que, nos últimos 5 anos, o termo tem se popularizado, de forma a identificar um aumento de cerca de 100% no número de buscas na Internet pelo termo “*startups*”.

Segundo Ries (2019), *startup* é uma instituição humana projetada para criar produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Trata-se de uma instituição que requer um novo tipo de gestão especificamente constituída para seu contexto de extrema incerteza. As *startups* existem para aprender a desenvolver um negócio sustentável validado cientificamente por meio de experimentos que permitem aos empreendedores testar cada elemento de suas visões. Um importante ponto da definição de Reis (2019) é que ele não determina *startup* como uma empresa em função de determinado porte, atividade ou setor da economia, pois o que importa, afinal, é a criação de um novo produto ou negócio, sob condições de extrema incerteza, independentemente das características da mesma.

Segundo Gomes, Muniz e Gonçalves (2012), *startup* é um grupo de pessoas que busca um modelo de negócios inovador e escalável, de baixo custo, de crescimento rápido e capaz de gerar receitas significativas em um curto intervalo de tempo.

Segundo Blank e Dorf (2012), *startup* não é uma versão menor de uma grande empresa, mas sim uma organização transitória, em busca de um modelo de negócios

escalável, repetível e lucrativo. Tradicionalmente, uma *startup* escalável é um trabalho de empreendedores do ramo de tecnologia.

No contexto deste trabalho e sob a ótica do investimento anjo, o conceito utilizado para o termo *startup* foi o desenvolvido por Ries (2011), que entende *startup* com foco nas condições de criação de produto, bem como em um cenário de bastante incerteza, em que pouco se destaca se o modelo de negócios desenvolvido será lucrativo, escalável ou repetível, conforme também pregam Blank e Dorf (2012) e Gomes, Muniz e Gonçalves (2012).

2.1.1 Marco Legal das *Startups*

Com o avanço da prática de investimento anjo no Brasil, é inevitável trazer a discussão para o marco legal das *startups*, que é o Projeto de Lei Complementar (PLP) - 146/19, que está em trâmite na Câmara de Deputados, depois de ter sido aprovado no Senado, em 24 de fevereiro de 2021, com algumas alterações. O objetivo dessa PLP é estimular a criação de empresas de inovação e estabelecer incentivos para quem nelas investir, de forma a abordar temas como os papéis do investimento anjo e do Estado no fomento a essas iniciativas (SENADO NOTÍCIAS, 2021).

A PLP 146/19 estabelece que o investidor anjo que realizar aporte de capital em *startups* não será considerado sócio e nem possuirá direito à gerência ou ao voto na administração da empresa investida, entretanto, ele poderá participar de deliberações em caráter consultivo (SENADO FEDERAL 2019). Além disso, o investidor que fizer aportes via dívida – bastante comum na prática do investimento anjo no Brasil – não será elegível a responder por eventuais obrigações trabalhistas das empresas investidas. Neste caso, apenas agentes com participação acionária, considerados quotistas, acionistas ou sócios da *startup*, serão responsáveis legais por quaisquer obrigações trabalhistas.

Em relação ao papel do Estado junto às *startups*, o PLP permite sua participação no processo de estímulo às *startups* com uma modalidade especial de licitação que compreende contratação de pessoas ou de empresas para testar soluções inovadoras com ou sem risco tecnológico, o que coloca as *startups* num patamar de maior acesso ao mercado governamental. Dessa forma, demandas públicas poderão passar por inovações propostas por *startups*, ao passo que o poder de compra do Estado servirá como impulsionador dessas iniciativas.

Além dos aspectos supramencionados, a PLP 146/19, marco legal das *startups*, também estabelece quais empresas podem ser consideradas *startups* para que possam ser

enquadradas nesta lei. Estabeleceu-se que seriam as empresas de caráter inovador, com faturamento de até R\$ 4,8 milhões no último ano, bem como com tempo de existência máximo de até 10 anos. Soma-se a isso o fato de que a empresa, no momento da sua criação, deverá declarar o uso de modelo de negócios inovadores ou que se enquadre no regime especial Inova Simples, que se trata do regime simplificado que concede às iniciativas empresariais de caráter incremental ou disruptivo autodeclarem-se *startups* ou empresas de inovação com tratamento diferenciado com vistas a estimular a criação, a formalização, o desenvolvimento e a consolidação como agentes indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e de renda. O limite de receita bruta máxima estabelecido é de R\$ 4,8 milhões por ano (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2021).

2.1.2 Ciclo de Vida de *Startups*

O ciclo de vida de uma *startup* envolve cinco estágios de crescimento: (1) o de desenvolvimento; (2) o de *startup*; (3) o de sobrevivência; (4) o de rápido crescimento; e (5) o de maturidade (LEACH; MELICHER, 2012).

- Estágio de desenvolvimento

O estágio de desenvolvimento, ou primeira fase, é o período em que a *startup* é apenas uma ideia, pré-operacional ou apenas *power point*, quando se parte de uma ideia para um modelo de negócios promissor. Geralmente, é quando o time de fundadores idealiza um modelo de negócio e faz uma pesquisa junto a familiares, amigos, professores e profissionais com expertise de mercado para testar a viabilidade do negócio. Quando se percebe que há um potencial, o time de fundadores organiza-se para planejar um protótipo ou um produto mínimo viável. Esse período é caracterizado pelo momento pré-operacional, ou de início da operação, que ocorre entre 6 meses a 1,5 ano antes do início da geração de receita da empresa.

- Estágio de *startup* | Validação

O estágio de *startup*, ou segunda fase, é quando a *startup* está organizada, desenvolvida e com um modelo de geração de receita inicial determinado. Este período ocorre entre 6 meses do início do faturamento da empresa a até 6 meses

posterior às suas primeiras vendas. Trata-se do momento em que se consegue recursos (físico, intelectual, financeiro) para se desenvolver e dura menos de um ano para que a empresa comece a vender seus primeiros produtos e/ou serviços.

- Estágio de sobrevivência

O estágio de sobrevivência, ou terceira fase, acontece entre 6 meses e 1,5 ano após o início da operação da *startup* com faturamento. Durante este prazo, normalmente, as receitas começam a crescer e auxiliam a *startup* a se financiar, embora ainda não sejam receitas suficientes para sustentar toda sua operação. O déficit da operação, durante este período, é preenchido por empréstimos ou entradas de novos sócios no negócio, como seus primeiros investidores. É o momento de buscar investimentos e sustentação do negócio, tendo em mente a possibilidade de que, em algum momento, as receitas da empresa deverão superar suas despesas para gerar dividendos e retorno sobre os investimentos realizados na operação. Nessa fase, as projeções financeiras e o planejamento fazem-se necessários para lidar com agentes externos como, por exemplo, potenciais e atuais investidores.

- Estágio de rápido crescimento

O estágio de rápido crescimento, ou quarta fase, ocorre quando a entrada de caixa na organização acontece mais rapidamente do que suas saídas, resultando em criação de valor para a *startup* e, potencialmente, seu aumento de valor de mercado. Esse momento ocorre, em média, entre 1,5 ano e 4,5 anos de operação da *startup*. As empresas que se encontram neste estágio conseguem superar a fase de sobrevivência e demonstram consistente crescimento de receita a caminho de um futuro promissor e lucrativo. Elas beneficiam-se das economias de escala tanto em termos de produção quanto de distribuição.

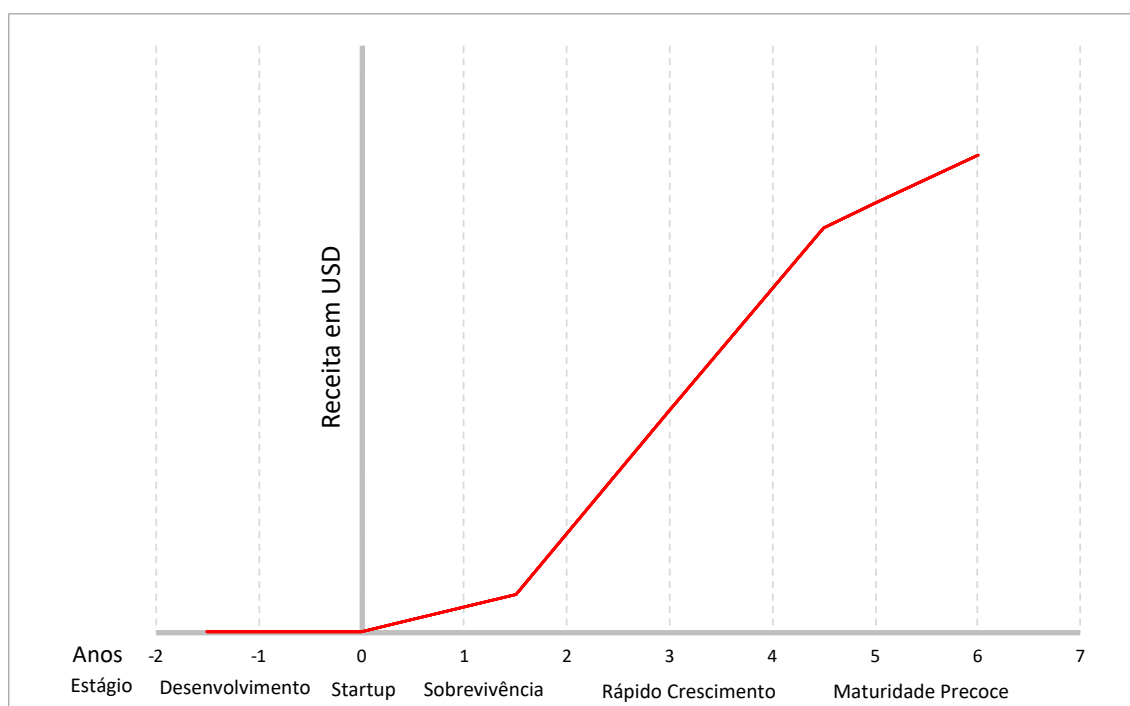
- Estágio de maturidade

O estágio de maturidade precoce, ou quinta fase, ocorre quando o crescimento de receita e caixa mantêm-se a taxas de crescimento mais baixas que a do estágio de crescimento. É o momento de consolidação de que grande parte do crescimento já

ocorreu, já tendo alcançado seu período de maturidade de mercado. Este estágio costuma ocorrer a partir do 4º ou 5º ano de operação, desde o início das vendas. Nessa fase, o empreendedor e os investidores buscam a saída estratégica do negócio via venda da operação ou estabelecimento de uma fusão.

Para fins ilustrativos, os cinco estágios do ciclo de vida de uma *startup* apresentam-se na Figura 1, que, inclusive relata o período em que a startup encontra-se e a receita estimada ao longo do tempo.

Figura 1 – Ciclo de vida de uma *startup*



Fonte: Elaborada pelo autor, adaptado de Leach e Melicher (2012).

2.1.3 Jornada de Financiamento das *startup*

A jornada de financiamento de uma *startup* se dá por diversas formas, sob a ótica de financiamento de suas operações. Segundo Tech (2018), é possível observar fontes de financiamento de uma *startup* em diversas categorias: recursos próprios do empreendedor (ou *bootstrapping*), *Family, Friends and Fools* (FFFs) (MANOLOVA et al., 2006), investidores anjo, bancos, subsídios públicos, plataformas de *crowdfunding*, *family offices*, *Corporate Venture capital*, aceleradoras e Fundos de *Venture Capital*.

Cada um dos atores supramencionados apresentam características específicas e podem ter suas participações de acordo com a evolução da *startup* ao longo do tempo e de seu estágio de desenvolvimento, conforme retratado na Figura 1. As fases da jornada de financiamento de uma *startup* compreendem, pelo menos, sete etapas, a saber: (1) *seed financing* (ou financiamento semente); (2) *startup financing*; (3) *first round* (ou primeira rodada); (4) *second round* (ou segunda rodada); (5) *mezzanine financing* (ou financiamento mezanino), (6) *liquidity-stage financing* (ou estágio de liquidação); e (7) *seasoned financing* (ou financiamento sazonal) (LEACH; MELICHER, 2012).

- (1) A fase *seed financing*, ou financiamento semente, é caracterizada pelo momento em que o empreendedor captura investimentos consigo mesmo, por meio de economias próprias ou com familiares e amigos, para identificar se uma ideia pode ser convertida em um modelo de negócios viável. Trata-se do primeiro estágio na captação de recursos de uma *startup*.
- (2) A fase *startup financing* refere-se ao momento que coincide com o estágio de *startup* do ciclo de vida da *startup*, quando esta já possui um time administrativo, um modelo de negócio e suas primeiras vendas. Os atores que costumam investir na *startup* neste estágio, além dos próprios empreendedores são os FFFs, investidores anjos e *venture capitalists*, com entrada de profissionais com maior conhecimento e maiores experiências empreendedora e financeira.
- (3) A fase *first round* (ou primeira rodada) refere-se ao momento do financiamento das *startups*, proporcionado na fase de sobrevivência da jornada, que é oferecido para cobrir a falta de caixa e as despesas que ainda são maiores que as receitas. Nesse período, a busca por ganho de participação de mercado leva à falta de caixa, que por sua vez demanda mais investimento para a expansão do novo empreendimento. Neste momento, as *startups* financiam-se junto aos seus fornecedores, com prolongamento dos prazos de contas a pagar e, também, por meio de incentivos governamentais com programas de assistência ao empreendedor (ex: DesenvolveSP, Pesquisa Inovativa em Pequenas Empresas/Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo – PIPE/FAPESP, etc.) além do próprio financiamento de operações por meio de bancos com linhas de crédito.

- (4) O *second round* (ou segunda rodada) acontece quando a *startup* encontra-se no estágio de rápido crescimento de seu ciclo de vida. Nesse momento, a *startup* busca se financiar por meio das receitas de sua própria operação, pela negociação de prazo de pagamento com fornecedores, pela negociação com clientes, por meio de crédito junto aos bancos e, também, por meio de intermediação dos bancos de investimento junto a investidores. Neste estágio de rápido crescimento, a empresa busca o capital de risco necessário para suportar a expansão do capital de giro de suas operações. Em alguns casos, as *startups* não encerram suas rodadas de financiamento no *second round* e acabam realizando outras rodadas, conhecidas também como *third round* (ou “series C”), *fourth round* (ou “series D”) e assim sucessivamente para financiar suas operações de acordo com suas necessidades.
- (5) A fase *mezzanine financing* é caracterizada por ainda se situar no momento de rápido crescimento da *startup*. Entretanto, a empresa estará em uma fase pós *breakeven*, ou seja, suas receitas já são capazes de pagar seus custos operacionais. Por outro lado, o *mezzanine financing* é utilizado para financiar a expansão do capital de giro, de gastos com marketing, produto e melhoria de serviços com a contrapartida de alguma garantia para o ator que financia a operação. Algumas garantias podem ser, por exemplo, a opção de compra de ações da *startup* a certo preço e em um determinado prazo. Essa etapa de financiamento, normalmente, é realizada num primeiro momento, por meio de dívida ao invés de compra de participação acionária pelos investidores de capital de risco.
- (6) O *liquidity-stage financing* é a etapa em que é oferecido aos investidores de capital de risco das fases anteriores a possibilidade de venderem suas participações e de obterem seus retornos sobre os investimentos realizados. Este momento é quando se oferece a oportunidade de a empresa ceder participação de sua sociedade ao público, mediante oferta de ações na bolsa ou mediante oferta privada.
- (7) O *seasoned financing* é a última etapa da jornada de financiamento de uma *startup*, caracterizada pelo seu contexto de maturidade no ciclo de vida da jornada da *startup*, já tendo percorrido todas as etapas anteriores supramencionadas. Neste momento, a empresa é capaz de se autofinanciar por meio de seus próprios resultados operacionais ou, então, de captar recursos a mercado junto a investidores ou a bancos, com o

objetivo de fazer aquisições de empresas e expandir por meio de associação junto a outras corporações. A motivação por obter novos recursos deixa de ser questão de sobrevivência, mas passa a ser questão estratégica de negócios, ao passo que, nesta fase, a taxa de crescimento da empresa é menor que a observada na fase de rápido crescimento.

2.1.4 Modelo de Investimentos em *Startups*

Conforme observado anteriormente, as fases da jornada de financiamento de uma *startup* compreendem, pelo menos, sete etapas, das quais participam empreendedores, familiares e amigos do empreendedor, investidores anjo, bancos, programas de incentivo do governo, plataformas de *crowdfunding*, fundos de *corporate venture capital*, aceleradoras, Fundos de *Venture Capital* entre outros. Para fins deste estudo foram descritos e apresentadas as características dos mais relevantes, sob o ponto de vista do autor deste trabalho. Os investidores anjo, por serem o foco do presente estudo foram abordados separadamente.

- O empreendedor é considerado o primeiro investidor da *startup* (EBBEN; JOHNSON, 2006), pois dedica seu tempo, esforço, custo de oportunidade e o próprio dinheiro para construir o empreendimento. Assim, o autofinanciamento do empreendedor mais os investimentos dos FFFs do empreendedor acabam sendo os primeiros investidores de uma *startup* (MANOLOVA et al., 2006). Este tipo de investimento é o que permite maior flexibilidade para o fundador da empresa, em termos de autonomia e de gestão, ao mesmo tempo em que o faz tomar maiores riscos financeiros. Do ponto de vista dos FFFs, é praticamente um empréstimo a juros baixos, ou quase zero, sem garantias claras, de modo que, às vezes, pode ser encarado até mesmo como uma doação, pois se trata muito mais de um suporte ao empreendedor do que exatamente um investimento em si (ROGERS; MAKONNEN, 2014).
- Investidores anjo - que é o principal foco deste trabalho - são profissionais que fazem aportes em *startups* como um negócio paralelo à sua atuação profissional. Normalmente, são empreendedores experientes que entendem os riscos assumidos nesta classe de investimentos, sendo capazes de suportar as perdas financeiras de uma eventual quebra da *startup*. Eles diferenciam-se dos FFF's por não terem um relacionamento prévio de longo prazo com os empreendedores (ROGERS;

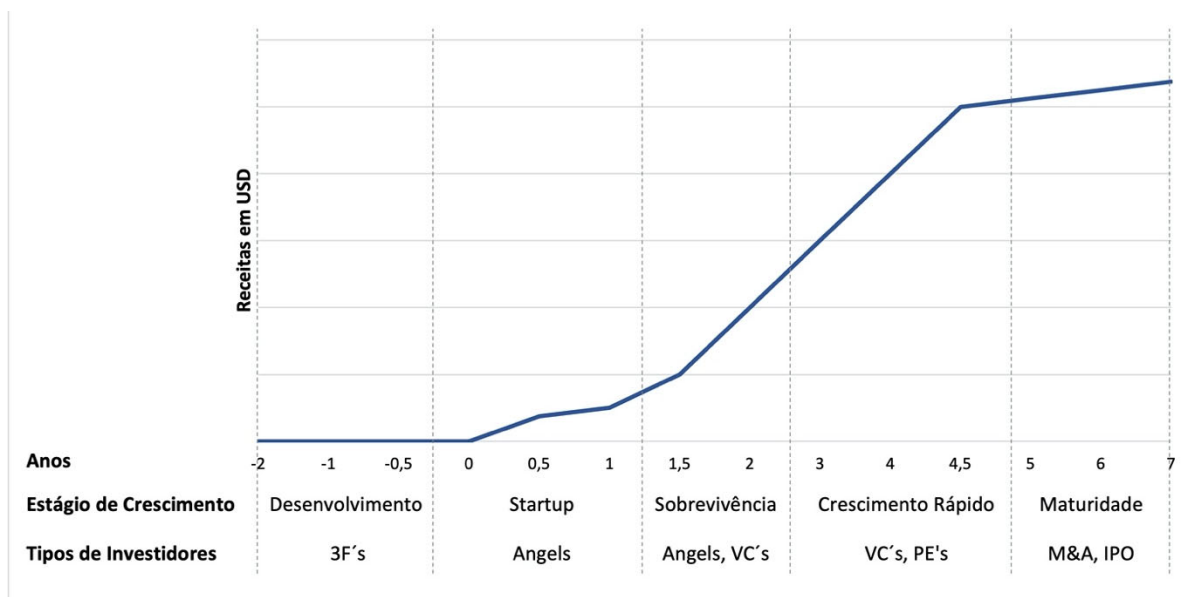
MAKONNEN, 2014). Mais recentemente, no Brasil, destaca-se também a criação de associações de investidores anjo de universidades como o FEA Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da FEA USP), o GV Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da Fundação Getúlio Vargas) entre outras. Nessas associações, grupos de anjos unem-se para investir, conjuntamente, em oportunidades de negócios, dando maior relevância aos empreendedores, tanto pelo aumento de potencial de recursos a serem aportados quanto pelo *networking* gerado.

- Os bancos também são outra forma de financiamento das *startups*, mas, geralmente, essa fonte de financiamento acaba exigindo garantias por parte do empreendedor. Assim sendo, este tipo de recurso é mais adequado quando a empresa está em rápido crescimento ou em um estágio de maturidade (LEACH; MELICHER, 2012).
- Os subsídios públicos ou os programas de assistência governamental são uma forma de financiamento bastante comum nos estágios iniciais das *startups*. Isso se deve pelo fato de o governo prover recursos a essas empresas a taxas de juros diferenciadas, com o objetivo de incentivar a economia, gerar empregos e promover impacto social (LEACH; MELICHER, 2012).
- As aceleradoras são estruturadas num formato em que os empreendedores candidatam-se para participar de um programa de aceleração do qual recebem tanto mentorias com empreendedores, especialistas e professores, como um investimento de capital variando entre US\$ 15 mil e US\$ 150 mil, em troca de uma participação acionária que varia entre 5% e 15% (ROMANS, 2013). Essa é uma alternativa bastante popular nos Estados Unidos, mas ainda pouco disseminada no Brasil, alguns exemplos são: Ycombinator, *500 Startups*, *founder institute* e outros.
- As plataformas de *crowdfunding* são fontes alternativas de financiamento para as operações de *startup*. Esse financiamento pode ser oferecido por meio de doações, premiações, empréstimos ou então em contrapartida de participação societária (*equity crowdfunding*) (ROMANS, 2013). Nestas plataformas, as *startups* podem se cadastrar, oferecendo acesso aos seus planos de negócios, com o intuito de angariar fundos para financiamento de suas operações (WALLMEROOTH; WIRTZ; GROH, 2018). Geralmente, estas operações concentram-se nos estágios iniciais da operação da

startup – desenvolvimento, *startup* ou sobrevivência – e com pouco envolvimento na gestão das empresas.

- Os fundos de *Venture Capital* (VC), por sua vez, desempenham um papel único na jornada de investimento das *startups* ao passo que proveem o financiamento das *startups early stage* (em estágio inicial – preponderantemente nos estágios de *startup*, de sobrevivência e de crescimento). Esses atores acabam investindo nas *startups* com alto potencial de crescimento que, por si só, não seriam capazes de se autofinanciar. Para identificar essas oportunidades, os gestores dos fundos de *Venture Capital* (denominados *general partners*), muitas vezes, acabam confiando em seus instintos devido à falta de demonstração de *performance* histórica dessas empresas recém-criadas (VINTURELLA; ERICKSON, 2013).
- Os fundos de *corporate venture capital*, analogamente aos fundos de VC, são atores que investem os recursos de empresas consolidadas em *startups*, com o principal objetivo de ser uma iniciativa estratégica ao invés de propriamente uma iniciativa com fins de ganho financeiro, embora este também seja relevante. Muitas empresas encaram essa iniciativa como uma forma de investimento em pesquisa e desenvolvimento que envolvem, preponderantemente, *startups* nas fases de desenvolvimento, de sobrevivência e, também, de crescimento (VINTURELLA; ERICKSON, 2013).

A Figura 2, a seguir, apresenta os tipos de investidores, de acordo com o ciclo de vida das *startups*.

Figura 2 – Tipos de investidores, conforme ciclo de vida de uma *startup*

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2 INVESTIDORES ANJO

Um aspecto relevante a ser retratado quando se aborda os investimentos anjo ou mesmo o investidor anjo é compreender como surgiu esta prática e como ela se configurou da maneira que se encontra atualmente.

O termo “investidor anjo” teve origem na Broadway, nos Estados Unidos, onde, no final do século XIX, investidores com grandes quantias de capital começaram a oferecer fundos para diretores de atrações musicais e de teatros com o intuito de financiar suas operações e de as viabilizarem. Além do interesse financeiro, a motivação desses investidores partia do amor que sentiam pelo teatro e da oportunidade de conhecer e socializar com atores famosos, escritores e produtores. Estes investimentos eram considerados de alto risco e impulsionados por algo maior que apenas o retorno financeiro (RAMADANI, 2009).

Com o passar do tempo, os investidores anjo tornaram-se uma fonte de financiamento bastante arriscada que ultrapassou o limite da Broadway, avançando para boas ideias e bons projetos. Em 1874, por exemplo, Alexander Graham Bell utilizou fundos de investidores anjo para criar a *Bell Telephone*. Em 1903, cinco investidores anjo ajudaram Henry Ford com US\$ 40 mil. Em 1977, um investidor anjo aportou US\$ 91 mil Apple. Em 1978, um investidor anjo colocou o capital inicial da *The Body Shop*. Empresas como a Amazon, a *The Mining Company*, a *Go2Net* e a *Firefly* devem sua existência a investidores anjo, por conta não

apenas do capital financeiro, mas do intelectual e da experiência que eles aportaram na fase inicial de suas operações (OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

Desde então, os investidores anjo vêm exercendo um papel fundamental ao preencherem o espaço existente entre os recursos dos FFFs e os fundos de *Venture Capital* (VC) e nesse espaço de tempo influenciaram positivamente a existência e a *performance* das *startups* (CASSAR, 2004). Com o rápido crescimento do investimento anjo, naturalmente, o próximo passo das *startups* é captação com os fundos de *Venture Capital* (FREEAR; WETZEL, 1992).

Mais recentemente, no Brasil, destaca-se também a criação de associações de investidores anjo de universidades como o FEA Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da FEA USP), o GV Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da Fundação Getúlio Vargas) entre outras. Nessas associações, grupos de anjos unem-se para investir, conjuntamente, em oportunidades de negócios, dando maior relevância aos empreendedores, tanto pelo aumento de potencial de recursos a serem aportados quanto pelo *networking* gerado.

2.2.1 Conceito

Investidores anjo são profissionais que fazem aportes em *startups* como um negócio paralelo à sua atuação profissional. Normalmente, são empreendedores experientes que entendem os riscos assumidos nesta classe de investimentos, sendo capazes de suportar as perdas financeiras de uma eventual quebra da *startup*. Eles diferenciam-se dos FFF's por não terem um relacionamento prévio de longo prazo com os empreendedores (ROGERS; MAKONNEN, 2014). Para Morrissette (2007), investidores anjo são indivíduos de alta renda que, tipicamente, já empreenderam anteriormente e buscaram investir em *startups* em seus estágios bastante iniciais.

Em complementação a esse conceito, Wetzel (1983) afirma que o investidor anjo ocupa o espaço daqueles que evitam o capital de risco, de forma a promoverem recursos para os empreendimentos de base tecnológica, provendo o capital inicial para negócios que ainda não possuem o nível de maturidade de tamanho de mercado e crescimento capazes de suprir critérios pré-definidos por investidores profissionais de capital de risco (WETZEL, 1983).

Feeney, Haines e Riding (1999) definem investidor anjo de forma convergente com Mason e Harrison (1999) que os classifica como indivíduos de alta renda, que investem suas economias pessoais diretamente em pequenos negócios de outros indivíduos. Chao e Wei

(2006) além de os classificarem de forma semelhante aos autores acima citados, adicionam que os investidores anjo não só fornecem capital como também seu tempo por meio de conhecimento gerencial acerca da área de atuação da empresa investida.

No que tange à demografia, Morrissette (2007) também afirma que há uma predominância de investidores anjo do gênero masculino, representando porcentagens entre 84% a 97% dos investidores, idades que se concentram na faixa etária entre 35 e 54 anos, em 64% dos casos desses investidores.

O Quadro 1 a seguir destaca as principais definições de investidor anjo.

Quadro 1 – Principais definições de Investidor Anjo

Autor	Definição de Investidor Anjo
MORRISSETTE (2007)	Indivíduos de alta renda que, de modo geral, empreenderam anteriormente e que buscam investir em <i>startups</i> em seus estágios bastante iniciais.
WETZEL (1983)	O investidor anjo ocupa o espaço daqueles que evitam o capital de risco, de forma a promover recursos para os empreendimentos de base tecnológica e o capital inicial para negócios que ainda não possuem o nível de maturidade de tamanho de mercado e crescimento capazes de suprir critérios pré-definidos por investidores profissionais de capital de risco.
FEENEY; HAINES; RIDING (1999)	Indivíduos de alta renda que investem suas economias pessoais diretamente em pequenos negócios de outros indivíduos.
CHAO; WEI (2006)	Não só fornecem capital como também seu tempo por meio de conhecimento gerencial acerca da área de atuação da empresa investida.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para este estudo, o conceito de investidor anjo utilizado foi o descrito por Feeney et al (1999) que dessa forma, delimita-se um escopo mais amplo do investidor anjo, com o intuito de facilitar a investigação e as características dessa prática no Brasil.

2.2.2 Perfil dos Investidores Anjo

Embora haja diversas definições de investidores anjo, segundo diferentes autores, como mencionado anteriormente, é possível destacar três macro características marcantes:

- os *active angels* (ou investidores ativos): são aqueles que possuem experiência em investimentos e continuam em busca de novas oportunidades;
- os *latent angels* (ou investidor passivo): são aqueles que investiram no passado, mas não praticaram investimentos nos últimos 3 anos;

- os *virgin angels* (ou investidores virgem): são aqueles que ainda não realizaram os seus primeiros investimentos (RAMADANI, 2009).

Embora Ramadani tenha estabelecido esta classificação, neste trabalho foram destacadas quatro categorias de investidores informais, que são: os *lotto investors*, os *traders*, os *analytical investors* e os *business angels* (SØRHEIM; LANDSTRÖM, 2001), as quais são descritos como demonstra o quadro conceitual das categorias dos investidores anjo apresentado a seguir (Quadro 2).

Quadro 2 – Quadro conceitual das categorias do investidor anjo

Categoria	Descrição
<i>Lotto Investors (angels)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Pouca experiência em gestão; • Possui menos renda que investidores em geral; • Busca informações na mídia; • Investe pouco de seus recursos em <i>startups</i>; • Possui pouco envolvimento com <i>startups</i>; e • Investe sozinho.
<i>Traders (angels)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Limitada experiência em gestão; • Nível alto de investimento (4 a 5 investimentos a cada 3 anos); • Possui alta renda; • Dedica boa parcela de investimentos a <i>startups</i>; • Possui limitado envolvimento com investidas; • Investe por prazo de 3 anos.
<i>Analytical Investors (angels)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Bastante experiência em gestão; • Investe pouco de seus recursos em <i>startups</i>; • Considera os amigos como fonte importante de informações; • Realiza investimento em colaboração com outros, por prazo de até 3 anos em cada qual.
<i>Business Angels</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Bastante experiência em gestão; • Alto grau de atividade de investimento (+ de 6 investimentos em 3 anos); • Investe em colaboração com outros; • Atua como líder; • <i>Networking</i> qualificado como fonte de informação; • Investe em longo prazo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Baseando-se nessas categorias de investidores anjo, foi investigado nesta pesquisa o perfil dos investidores anjo brasileiros, com o objetivo de entender como pensam e como agem com relação aos investimentos anjos em termos do que é chamado *smart money*, abordado a seguir.

2.2.2.1 *Smart money*

É importante conceituar e compreender a história dos investidores anjo, mas também é bastante comum identificar que muito desses investimentos também são considerados *smart money* (ou dinheiro inteligente). No entanto, o investimento anjo possui o *smart money* como uma de suas principais características, de forma que, ao buscar o investimento anjo, o empreendedor almeja a contribuição do anjo em termos de experiência e de rede de relacionamentos (D'ASCENZO, 2009).

A expressão *smart money* é utilizada para descrever os investidores que, além de aportar capital, também acrescentam um diferencial importante para as *startups*. Esse diferencial pode ser entendido como uma experiência relevante de mercado do investidor que pode ser adicionada à *startup* contribuindo com ideias de negócio e com o *networking*, e que podem acabar potencializando e contribuindo com o crescimento da mesma (SEBRAE, 2022).

Uma das características mais distintas do financiamento de *Venture Capital* é o envolvimento dos investidores junto à administração das empresas/*startups* investidas, seja por meio de Fundos de *Venture Capital*, seja pelos próprios investimentos anjo, que são denominados *smart Money* (HAAGEN, 2008).

Uma extensa literatura identificou que há um valor criado por investidores anjos e Fundos de *Venture Capital* em estágio inicial de empresas de tecnologia (WOOD; WRIGHT, 2009). Há quatro fatores principais que, inclusive, foram identificados neste processo: (1) conselhos estratégicos; (2) supervisão e monitoramento; (3) aquisição de recursos; e (4) mentoria (POLITIS, 2008). Sendo assim, o investimento anjo não se limita somente aos seus recursos financeiros, mas também a estes fatores.

2.2.3 Motivações dos Investidores Anjo

Tão importante quanto conhecer as definições sobre quem é e como categorizar os investidores anjo também é entender as principais motivações que os levam a fazer parte deste universo e entender o porquê de eles investirem em *startups*. As motivações acabam sendo grandes influenciadores na tomada de decisão do investidor em aportes em *startups*.

Foi realizada uma revisão da literatura sobre o tema, que permitiu elencar as principais motivações levantadas por alguns autores, as quais são apresentadas no Quadro 3.

Quadro 3 – Motivações do investidor anjo

Autores	Motivação
SULLIVAN (1991)	Diversão por investir em algo inovador.
MORRISSETTE (2007)	Potencial de retorno sobre o investimento.
HILL; POWER (2002); FREEAR; SOHL; WETZEL (1990)	Satisfação em ajudar um empreendedor a ser bem sucedido.
FREEAR; SOHL; WETZEL, (1990); SULLIVAN; MILLER (1990)	Auxiliar na criação de empregos e contribuir com ecossistema.
ANGELS (2003)	Reconhecimento de mercado.
FREEAR; SOHL; WETZEL (1990)	Poder contar para amigos e familiares que faz parte de um "clube" seletivo que investe em <i>startups</i> .
SULLIVAN; MILLER (1990)	Contribuir com conhecimento, ideias e recursos financeiros; Poder interagir com investidores reconhecidos.
LINDE; PRASAD (2000)	Desejo de retornar algo para a sociedade/Mercado (" <i>Give Back</i> "); Poder conhecer diferentes pessoas – <i>networking</i> ; Estar atualizado com o que há de mais inovador.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessas motivações encontradas na literatura, foi possível extrair que os principais gatilhos que transcendem não se refere apenas ao foco do retorno financeiro, mas também outros fatores que podem influenciar a tomada de decisão.

Para encontrar oportunidades de negócios para novos investimentos, os investidores anjo recorrem a diferentes fontes geradoras de oportunidades, sendo as mais comuns: contatos pessoais, familiares e de amigos, redes de anjos que apresentam as *startups*, prospecção ativa, eventos de *startups*, conexões com aceleradoras, relacionamento com fundos de *venture capital*, sites especializados em *startups*, *meetups*, notícias etc. (ROSE, 2014).

2.2.4 Portfólio e *Ticket Médio* dos Investidores Anjo

O que se constata no mercado de investimento anjo, com base em diversos autores tais como Freear e Wetzel (1992), Gaston (1989), Freear, Sohl e Wetzel (1990) e Sullivan (1991) é que cada investidor anjo possui, em média, 3 *startups* em seus portfólios, de forma que cada novo investimento é realizado em uma periodicidade de 18 a 24 meses.

Complementar ao portfólio dos investidores, também se observa o que é praticado em relação aos tamanhos dos aportes realizados por investidores anjo em *startups*. O que se constata no mercado são investimentos que, em sua maioria, variam desde US\$ 50 mil a até US\$ 150 mil, com uma mediana de US\$ 75 mil (OSNABRUGGE; ROBINSON,2000). Benjamin e Margulis (1996) afirmam que é possível observar uma distribuição dos aportes de acordo com o valor dos *tickets* médios conforme a seguir:

- Investimentos abaixo de US\$ 25 mil (20% dos aportes);
- De US\$ 25 mil a US\$ 99 mil (40% dos aportes);
- De US\$ 100 mil a US\$ 250 mil (25% dos aportes);
- Mais de US\$ 250 mil (15% dos aportes).

Dessa forma, em 60% das ocasiões, o *ticket* médio praticado pelo investidor anjo chega a até US\$ 99 mil dólares.

2.2.5 Papel do Investidor Anjo

O papel do investidor anjo é um dos tópicos mais relevantes quando se trata de investir em novas iniciativas empreendedoras, até porque é uma contribuição bastante relevante para o desenvolvimento das *startups*. Dentre as contribuições, é possível destacar 3 principais: (1) capital financeiro; (2) capital intelectual; e (3) capital social (MENGUE; SCHMIDT; BOHNENBERGER, 2019), as quais foram descritas no Quadro 4.

Quadro 4 – Contribuições do investidor anjo

Contribuição	Descrição
Capital Financeiro	Quando o investidor oferece recursos financeiros para auxiliar na construção da <i>startup</i> .
Capital Intelectual	Quando o investidor oferece conhecimento e expertise de processos de seu conhecimento profissional para compartilhar com as <i>startups</i> investidas (ex: mentorias).
Capital Social	Quando o investidor oferece contatos e <i>networking</i> para realizar parcerias estratégicas e até mesmo abrindo portas para realizar novas vendas para a <i>startup</i> .

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3 INVESTIMENTO ANJO

Para se compreender investimento anjo é preciso colocar o motivo de sua existência, contextualizando que empresas do tipo *startup* de alta tecnologia, ao iniciarem suas operações, comumente, demandam financiamento externo. Porém, este financiamento é de difícil acesso via bancos comerciais, o que leva à necessidade de buscar alternativas. Para essas *startups*, o risco de obter empréstimo via mercado é bastante elevado, dado que as mesmas ainda não possuem receitas suficientes para garantir o pagamento. Mediante este cenário e à escassez de recursos, o suporte financeiro obtido por tais empresas acabam se originando de investidores de risco, o que os torna de extrema importância para empreendimentos que possuem dificuldades e restrições para financiar seus projetos (FERRARY; GRANOVETTER, 2009).

A função do financiamento das operações das *startups* via investimento anjo é justamente preencher a lacuna de financiamento que ocorre entre a oferta de capital pelo investidor de risco e a demanda do empreendedor por capital, em troca de participação na empresa, algo que, nos últimos anos, vem chamando a atenção de acadêmicos por conta do seu papel singular na criação de *startups* (MASON; STARK, 2004).

Ao mencionar o desafio de captação de recursos, o investimento anjo pode ser encarado como uma modalidade de financiamento por capital de risco que, normalmente, é utilizada por *startups*, para financiar suas operações (RAMADANI, 2009). Além dessa caracterização, define-se que o investimento anjo ocorre quando um indivíduo (em contraponto aos fundos profissionais de investimento, corporações, Governo e outras instituições) investe seu capital pessoal em uma empresa na fase *early stage*, normalmente, sendo essa uma *startup* (ROSE, 2014).

Para fins deste trabalho, é importante destacar que investimento anjo foi compreendido como uma das formas de investimento de risco, sendo um investimento informal e não colateral por indivíduos que utilizam o próprio dinheiro para alocar em empresas com as quais não possuem nenhum vínculo familiar (MASON; HARRISON, 1999). Essa definição não leva em conta os investimentos realizados pelos *Family, friends and fools* (FFFs) que, segundo Mason e Harrison (1999), são investidores que fazem seus aportes em consideração ao empreendedor e por outros critérios que não são os mesmos utilizados por investidores que não têm nenhum relacionamento familiar com o empreendedor.

2.3.1 Processo de Investimento

O processo de investimento de uma *startup* envolve 4 estágios, a saber: (1) *screening* (avaliação); (2) *term sheet* (termos de negociação); (3) *due diligence* (due diligência); e (4) *closing* (fechamento) (METRICK; YASUDA, 2010). O investidor anjo, assim como o VC, passa por essas etapas com suas devidas particularidades. No caso do *screening*, os fundos “típicos” de VC chegam a avaliar aproximadamente 1.000 *startups* para selecionar apenas 10 *startups* para passar por análise preliminar, sendo que dessas, 3 chegam à fase de *term sheet*, 2 alcancem a *due diligence* final e apenas 1 chega à fase de fechamento, conforme demonstra o Quadro 5 a seguir.

Quadro 5 – Processo de investimento de um fundo de VC

Processo de Investimento de um Fundo de VC	
Fase	Número de <i>startups</i>
<i>Screening</i>	[100 - 1.000]
<i>Preliminar due diligence</i>	[10]
<i>Term Sheet</i>	[3]
<i>Final due diligence</i>	[2]
Fechamento (<i>Closing</i>)	[1]

Fonte: Metrick e Yasuda (2010), tradução livre do autor.

2.3.1.1 Screening

A fase do *screening* refere-se à avaliação preliminar, quando os investidores tentam entender se a *startup* que está buscando capital tem sinergia com sua tese de investimentos e se possui uma ideia interessante que justifique uma avaliação um pouco mais aprofundada (*preliminar due diligence*). Das *startups* que passam por uma avaliação mais aprofundada, apenas a minoria avança para a etapa de *term sheet*, que são os contratos preliminares que desenham o ponto de partida de negociações para o contrato final, passando, então, por uma avaliação mais profunda do negócio. Após etapa do *term sheet*, ocorre a fase do fechamento (ou *closing*) na qual investidores e empreendedor assinam um contrato, celebrando o investimento final.

Para os investidores anjo, a lógica não deveria diferir muito, mas, por outro lado, a magnitude dos números e as análises realizadas inerentemente não são exatamente iguais

quando comparadas com os VCs, seja por questão de número de pessoas no time para realizar a avaliação, seja pela quantidade de negócios avaliados em seu *deal flow*, que, inerentemente, tende a ser bastante inferior quando comparados com os fundos institucionais.

2.3.1.2 *Term Sheet* (Termo de Negociação)

Os termos de negociação do investidor anjo e *startups* devem ser observados com cuidado. Apesar de, em teoria, os advogados investigarem eventuais riscos para os investidores, os investidores anjo também devem entrar nessa análise, com o objetivo de identificar pontos de atenção na relação entre investidores anjo e investida, bem como quanto à questão de acesso às informações privadas do empreendimento.

Neste contexto, evitam-se casos de falta de transparência na relação e regras claras quanto à participação acionária de cada uma das partes envolvidas e como estas se relacionarão em eventuais próximas rodadas de investimento. Um dos pontos mais críticos e relevantes nesse sentido é o acompanhamento de cláusulas como *non-compete*, preferência de liquidação, diluição e outras.

O *Term Sheet* é a etapa em que o investidor anjo e/ou VC demonstram, junto aos empreendedores, suas intenções de investir na *startup*. A *startup*, por sua vez, ou sinaliza positivamente ou rejeita ou ajusta alguns pontos deste acordo antes de avançar. Quando ambas as partes entram em acordo, sinaliza-se o aprofundamento para a avaliação da *startup* na etapa chamada *due diligence* que, dependendo da ocasião, é realizada por um período de exclusividade junto ao VC envolvido, mas que pouco é aplicado ao cenário do investidor anjo individual, pelo fato de ele investir quantias inferiores em comparação com os aportes realizados por fundos institucionais. Sendo assim, o *Term Sheet* acaba englobando fatores importantes que devem ser observados pelo investidor anjo antes de realizar o aporte. Para referência, é possível encontrar um exemplo de *Term Sheet* aplicado pela Associação de Investidores anjo Anjos do Brasil, que engloba os principais fatores a serem considerados nesta etapa (ANJOS DO BRASIL, 2021).

A seguir, foram destacadas as principais cláusulas de negociação do *Term Sheet* entre empreendedores, investidores anjo e fundos de *Venture Capital*.

- *Drag along*

A cláusula de *Drag along* prevê que, quando uma determinada parte dos acionistas, ou alguns acionistas em específicos, concordem em vender suas participações, os acionistas restantes também serão forçados a vender suas respectivas participações. Ou seja, é o direito de forçar os investidores, que não queiram vender suas participações, a vendê-las, pelo mesmo preço que os outros investidores (FELD; MENDELSON, 2019).

- *Tag along*

A cláusula *Tag along* permite que, se o empreendedor desejar vender parte de suas ações, o investidor também terá o direito de vender as suas na mesma proporção, obrigando, assim, o empreendedor a encontrar a oferta de um comprador no mesmo preço para a mesma posição dos investidores (SANTOS FILHO et al., 2010).

- *Lock Up*

A cláusula *Lock Up* representa o período pré-determinado pelo qual empreendedores e investidores ficam impedidos de transferir ou vender suas participações (GANTOIS, 2021).

- *Non-compete* (Não competição)

A cláusula *non-compete* estabelece que os sócios da *startup* sejam impedidos de participar de uma empresa concorrente à sua (LAUREANO, 2020), o que acaba funcionando como uma cláusula de proteção.

- *Non-solicitation* (Não solicitação)

A cláusula *Non-solicitation* estabelece que os sócios da *startup* sejam impedidos de contratar os colaboradores para outros negócios (LAUREANO, 2020).

- Preferência de Liquidação

A cláusula Preferência de Liquidação prevê o direito de os investidores exigirem dos empreendedores pelo reconhecimento de risco que tomam em função de seus investimentos, de forma que, em uma eventual venda da empresa, os recursos advindos sejam distribuídos numa hierarquia de preferência, que privilegia primeiro credores, posteriormente, acionistas preferenciais e, por último, acionistas ordinários (SANTOS FILHO et al., 2010).

- Anti-diluição

A cláusula anti-diluição protege os investidores de uma empresa, garantindo-lhes uma participação em empresa equivalente ao valor aportado inicialmente, caso a empresa passe por uma nova rodada de investimentos, porém com um *valuation* abaixo do precificado anteriormente ("*down round*") (SANTOS FILHO et al., 2010).

- *Employee Equity Pool*

A cláusula *Employee Equity Pool* estabelece a provisão da participação total a ser emitida pela empresa no futuro, destinada a seus colaboradores-chaves ou a novas contratações. O "*employee pool*" deve conter tanto a participação a ser emitida no futuro quanto a atual (FELD; MENDELSON, 2019).

- *Vesting* de fundadores

A cláusula *vesting* é um instrumento que visa garantir o controle dos investidores, *venture capitalists* e controladores sobre fundadores, diretores e empregados no sentido de mantê-los engajados na *startup*. Este instrumento restringe, por certo período de tempo, a porcentagem de ações que os fundadores ou os empregados terão direito, de forma que, ao longo do tempo, ambos sejam recompensados com o aumento de sua participação. Por outro lado, é um instrumento que impede que fundadores e empregados saiam da empresa num curto espaço de tempo de modo a terem participação incompatível com seu engajamento (FELD; MENDELSON, 2019).

- Assento no Conselho de Administração

O Assento no Conselho de Administração é um mecanismo utilizado para definir quem será o Diretor do Conselho responsável por representar determinado investidor, de forma que ele participe de decisões estratégicas e garanta que os interesses dos investidores e dos fundadores da *startup* estejam alinhados (FELD; MENDELSON, 2019).

- Dedicção exclusiva do fundador à *startup*

Esta cláusula estabelece que as atividades profissionais do fundador da *startup* estejam 100% dedicadas a mesma. Qualquer outra atividade profissional deverá passar por aprovação do Conselho de Administração da empresa (FELD; MENDELSON, 2019).

2.3.1.3 Alocação porcentual do portfolio do investidor em investimento anjo

Um ponto bastante relevante para um investidor anjo avaliar os aportes de seus investimentos é entender o quanto de seu portfolio de investimentos – incluindo todas as classes de ativos como renda fixa, renda variável e outros – será destinado para o investimento anjo, de acordo com seu perfil de investimento. Para isso, é imprescindível que o investidor conheça o seu perfil, para entender se o investimento anjo é ou não adequado para ele.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), para conhecer o perfil do investidor é necessário observar 3 elementos: (1) o objetivo do investimento; (2) a situação financeira do investidor; e (3) o seu conhecimento sobre determinado produto. Neste contexto, deve-se levar em consideração o período em que o investidor pretende manter o investimento, se suas condições financeiras permitem a sustentabilidade de suas finanças; e identificar se ele detém o conhecimento necessário para avaliar o risco do investimento envolvido (ANBIMA, 2014).

Embora no Brasil ainda não haja uma regulação clara sobre quem tem as condições de ser elegível para realizar um investimento anjo, nos Estados Unidos já é possível encontrar uma regulação bem definida. Segundo a SEC (*Securities Exchange Commission*), que seria a equivalente CVM (Comissão de Valores Mobiliários), no Brasil, para realizar um investimento anjo, o investidor deve ser considerado um *Accredited Investor* e deve possuir

renda anual mínima de US\$ 200 mil além do patrimônio líquido superior ou igual a US\$ 1 milhão, excluindo valores referentes à casa própria. Dessa forma, é possível minimizar que pequenos investidores recebam materiais de vendas que promovam ganhos de capital irreais (ROSE, 2014).

Tendo-se em mente que o investimento anjo é um investimento em longo prazo e ilíquido, o que se constata como uma boa prática nos Estados Unidos é a alocação de patrimônio de até 10% do total dos investimentos. Alguns estudos como os de Morrissette (2007) mencionam que um investidor anjo típico aloca cerca de 5% a 20% de seu portfólio de investimentos para financiar *startups*. John Houston, fundador da *Ohio Tech Angels*, defende que o investimento anjo não deve ultrapassar mais que 10% do fluxo de caixa livre de um investidor individual (apud ROSE, 2014).

2.3.1.3.1 Critérios de avaliação de investimento e *due diligence*

Para que o processo de investimento em *startups* seja realizado de forma assertiva e profissional, recomenda-se que o investidor anjo adote uma abordagem análoga ao processo que um fundo de VC *early stage* utiliza para a tomada de decisão de investimento. Dessa forma, espera-se que os resultados obtidos por meio dessa abordagem sejam satisfatórios, aplicando um pouco da ciência de avaliação de investimentos praticada por fundos de VC institucionais, com a vantagem de, muitas vezes, o investidor anjo tem maior flexibilidade na tomada de decisão em comparação com os fundos que costumam ter diversas regras de alocação.

Um processo de investimento de um fundo de VC envolve a avaliação dos seguintes critérios: time fundador, mercado, clientes, produto, tecnologia, concorrentes, projeções, canais, parcerias, recursos, termos de negociação (*term sheet*) e riscos não controláveis (METRICK; YASUDA, 2010).

De acordo com a metodologia utilizada pela *500 Startups*¹, o processo de avaliação de um investimento ocorre por 3 principais pilares: Time fundador; Produto; e Mercado (*500 STARTUPS*, comunicação informal², 2021). Esses 3 pilares, quando aprofundados, convergem à metodologia descrita por Metrick e Yasuda (2010), que destaca a avaliação de critérios

¹ O *500 Startups* é um dos maiores e mais renomados fundos de investimentos de *Venture Capital early stage* e aceleradora *seed* de negócios.

² Tais informações foram obtidas em um curso presencial na *VC Unlocked* da *500 Startups*, realizado em Miami, em dezembro de 2019.

como: time fundador, contexto de mercado, produto, modelo de negócios, tração, estrutura societária, projeções financeiras e outros.

- **Time fundador**

O primeiro fator considerado no processo de análise aborda o perfil dos fundadores do empreendimento. Nessa etapa, o investidor anjo deve fazer uma pesquisa aprofundada sobre o histórico profissional do empreendedor, procurando investigar onde e com quem trabalhou, como é o relacionamento pessoal dele com seus colegas de trabalho, com seus antigos gestores e com os subordinados; se possui algum comportamento considerado de alto risco para o negócio; e se é possível identificar algum ponto crítico relacionado à forma como este empreendedor lida com a dinâmica do dia a dia de trabalho. A pergunta mais importante a ser avaliada é: o time fundador tem as competências necessárias para fazer este modelo de negócio ser bem-sucedido?

- **Produto**

O produto é a variável que faz com que os investidores entendam o quão eficientes eles são. A pergunta que deve ser respondida é: o produto atende às expectativas do cliente? Para tal, os investidores anjo podem tanto usar o produto quanto conversar com os potenciais clientes para entender as vantagens e desvantagens que eles podem ter junto aos seus competidores.

No caso dos fundos de *Venture Capital*, muitas vezes, um grupo de fora é contratado para fazer essa avaliação, algo que foge um pouco da realidade de um investidor anjo. Segundo Berkery (2007), os investidores devem buscar produtos ou serviços que contemplem, preferencialmente, margens elevadas, maiores que 80% (BERKERY, 2007).

- **Mercado**

O tamanho de mercado é um dos atributos de decisão mais relevantes para um investidor anjo decidir se faz ou não o investimento. A oportunidade de investir em um empreendimento de alto risco tem que ser grande o suficiente para justificar o investimento, que pode ser multiplicado 10, 20 ou mais vezes (BERKERY, 2007). A maioria dos VCs e dos investidores anjo almeja oportunidades de mercado que devem, pelo menos, proporcionar a visibilidade de uma saída (*exit*) com *valuation* de empresa entre US\$ 200 milhões a US\$ 300

milhões. Algo menor que este valor pode afastar potenciais investidores, inviabilizando o aporte.

Para os investidores, é necessário saber de antemão o total de recursos que existem no nicho de mercado de atuação da *startup* a ser investida, ou seja, o tamanho do mercado endereçável de oportunidade. Alguns questionamentos importantes recaem sobre limitações geográficas e o *market share*, alvo que a empresa/*startup* busca alcançar. A pergunta que deve ser respondida é: essa *startup* possui um mercado estimado e grande o suficiente para justificar meu investimento?

- **Clientes**

Outro fator relevante no processo de avaliação das *startups* é em relação ao tema de clientes e de potenciais clientes do empreendimento. Nesta fase, identificar quem são os reais clientes da *startup* e se a mesma atua em apenas um, ou mais, segmento de clientes contribui para avaliar o mercado e para entender o *product market fit* (validação de mercado). É comum, inclusive, que alguns investidores façam o exercício de cliente oculto da empresa para avaliar sua capacidade de venda, bem como o modo como os clientes reagem ao estarem em contato com o seu produto e/ou serviço prestado.

O contato com o cliente ou atuar como cliente auxiliam bastante também na questão de avaliação do atendimento da empresa. O importante é identificar o quão sólido pode ser o relacionamento da empresa junto aos seus clientes, com foco no relacionamento de longo prazo, o que ajuda a mensurar a sensibilidade do potencial de *life time value* (LTV), isto é, o valor que o cliente traz para a organização ao longo do tempo.

- **Tecnologia**

A tecnologia é um dos aspectos mais complexos e desafiadores para um investidor anjo. Essa etapa contempla a necessidade de os investidores consultarem especialistas do mercado de tecnologia para avaliar tanto o *founder* técnico quanto a tecnologia proposta pela *startup*.

Trata-se de uma fase no processo de avaliação para os investidores identificarem tanto as tecnologias empregadas quanto a sua proteção legal por patentes ou segredos comerciais. O melhor momento de identificar esses pontos é antes de realizar os investimentos, pois a tecnologia pode impor barreiras de entrada e ser um diferencial competitivo.

No caso dos investidores anjo essa é uma das avaliações que tendem a ser mais difíceis de serem realizadas pela escassez de profissionais de tecnologia do mercado e pelo alto custo de contratação de um especialista, fazendo com que, muitas vezes, a avaliação acabe sendo realizada em rodadas posteriores de investimento, quando da entrada de um investidor institucional maior, como os VCs.

- **Competição**

A pergunta que deve ser respondida é: quais são os competidores ou bens substitutos da solução que a *startup* oferece? Os investidores devem investigar quem são as empresas que concorrem diretamente com o empreendimento em questão. É preciso explorar as vantagens competitivas da empresa em relação à concorrência para que o negócio seja sustentável e perene no mercado.

Neste ponto, dificilmente, uma *startup* não terá concorrência. Caso não tenha e o mercado seja grande, é sinal vermelho para avançar na negociação com o empreendedor, pois as chances de um concorrente estar sendo negligenciado são grandes.

- **Projeções**

As projeções financeiras de uma *startup* em grande parte dos casos estão grosseiramente “inflacionadas”, seja por entusiasmo do empreendedor, seja por ingenuidade. Embora isso seja um fato, o importante destas projeções para um investidor é entender como o time da empresa entende seu modelo de negócios e como ele irá crescer de forma sustentável ao longo do tempo. Ou seja, as projeções devem estar bem embasadas em todas as suas linhas de custos, receitas, despesas, investimentos em marketing e outros. Por exemplo, se a projeção de crescimento é de 100% ao ano, há que se considerar a adequação do time de vendas a esse cenário, entendendo a capacidade de produção do serviço entre outros custos impactados por este crescimento. Estes indicadores dizem muito sobre a capacidade do time de empreendedores em relação ao crescimento e à progressão da *startup*.

- **Canais**

No que tange aos canais, é preciso dimensionar quais maneiras serão utilizadas para que os produtos ou serviços sejam entregues aos clientes e quais as estruturas de custos para

que isso ocorra sem um impacto negativo na ponta. O questionamento é: de que forma o produto/serviço é vendido para o cliente?

Assim, os investidores anjo passam a entender quais são os elementos envolvidos na cadeia de valor dessa *startup*. A compreensão faz-se melhor a respeito das projeções de crescimento da empresa, bem como o relacionamento com cliente e como este crescimento pode ser impactado pelos atores dessa cadeia (ex: atacadistas, distribuidores, revendedores etc.).

- **Parcerias**

Para muitas *startups*, as parcerias são essenciais para o crescimento – em alguns casos, as *startups* chegam até a ser dependentes delas. Quando se trata de parcerias, entende-se, por exemplo, fornecedores-chaves, empresas de desenvolvimento de *softwares* ou outras soluções ou organizações que possuem algum acordo com a *startup* em questão.

Para os investidores anjo essa frente é mais dedicada a entender o quão saudável é o relacionamento da empresa junto a estes parceiros, para que riscos sejam evitados na operação. Em alguns casos, tanto investidores anjo quanto VCs com boa reputação no mercado chegam a colaborar muito nessa frente, atraindo parceiros-chave para a operação da *startup* investida.

- **Recursos**

Quanto recursos o empreendimento possui até então em sua operação e por quanto tempo ela consegue sobreviver com os recursos atuais? Esse é o questionamento que os investidores anjo devem se fazer ao analisar as oportunidades de investimento. Entender como as *startups* fazem a gestão de suas finanças e como realizam o controle financeiro é relevante para que tenham visibilidade sobre como a *startup* vai fazer a alocação de seus recursos para que ela consiga, no futuro, alcançar um evento de liquidez para realizar a saída (*exit*) dos investidores.

Essa análise inclui previsão do financiamento total requerido para que a *startup* alcance seu objetivo de atingir a oferta pública de ações ou a eventual venda estratégica para uma empresa maior (*Mergers and Acquisitions* - M&A (Fusões e Aquisições)).

- **Riscos não controláveis**

Os riscos não controláveis refere-se a potenciais riscos incorridos no relacionamento entre o VC e a *startup* que, de forma análoga, também podem ser absorvidos pelos investidores anjo. Nesse contexto, questiona-se em que pontos o investidor pode encontrar potenciais riscos legais nesse investimento como: riscos trabalhistas, tributários, sociais e outros que, eventualmente, podem acabar recaindo sobre ele. É considerada a frente de *due diligence* para evitar litígios entre ambas as partes durante o relacionamento entre investidor e investida (METRICK; YASUDA, 2010).

2.3.1.4 Valuation

Uma das etapas mais importantes do processo de investimento em *startups* concentra-se no *valuation* das *startups*, que é a etapa em que o investidor avalia e determina o valor de mercado estimado para o ativo avaliado. Existem diversas abordagens e raciais aplicados para determinar tal valor. No presente estudo, foram abordadas algumas metodologias utilizadas por investidores anjo.

O *valuation* desempenha um papel fundamental nas mais diferentes áreas de finanças: finanças corporativas, fusões e aquisições e gestão de portfólio, e por sua vez, não exclui seu papel na avaliação das *startups*, embora estas tenham suas particularidades como restrições de informações (DAMODARAN, 2012).

Para avaliar as empresas, comumente se busca três frentes de informação: (1) os balanços financeiros; (2) o histórico sobre suas avaliações e ganhos; e (3) a busca por competidores ou pares de mercado, para realizar a comparação sobre o quão melhor ou pior a empresa está no relativo, no que tange a aspectos de fluxo de caixa, taxa de crescimento e risco.

No caso das *startups*, essas fontes caracterizam-se por serem bastante restritas, pelo fato de, normalmente, se tratarem de empresas jovens. Em alguns casos, pode até mesmo ser a apresentação de um *power point*, com pouco histórico de informação e, muitas vezes, lançando a primeira versão do seu serviço/produto que, em muitos casos, também a não conta com negócios comparáveis para a realização de uma avaliação ancorada (DAMODARAN, 2012).

Dentre as metodologias tradicionais mais praticadas no mercado para avaliar as *startups* um pouco mais maduras, ou com pouco histórico de operação, encontram-se a de

Fluxo de Caixa Descontado e a de Método dos Múltiplos. No entanto, neste trabalho, o foco maior será dado às *startups* em estágio inicial e em investidores anjo e, neste caso, é preciso mencionar também as metodologias não tradicionais, por exemplo: o *VC quick Method*, o *VC Valuation method*, o Método de Berkus, *Scorecard*, *First Chicago*, *Risk Factor Summation* e *Cost-to-duplicate*, os quais se apresentam detalhados a seguir.

- **Método do Fluxo de Caixa Descontado**

O Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) envolve a avaliação de um negócio tendo como base o Valor Presente (VP) da soma dos fluxos de caixa previstos no futuro de uma dada empresa. Apesar de não ser o modelo mais usado no mercado financeiro, dado que a maioria dos *valuations* realizados no mundo real é via múltiplos, ele serve de base para a construção de todos os outros *valuations*. A fórmula a seguir exemplifica como calcular o valor de uma empresa (DAMODARAN, 2012).

Fórmula do valor de uma empresa:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

Value = Valor da empresa

n = vida útil do ativo

CF_t = Fluxo de Caixa no período t

r = Taxa de desconto que reflete o risco estimado do fluxo de caixa da empresa.

No caso das *startups*, é comum, em muitas oportunidades, não haver o histórico de faturamento da empresa, até mesmo pela pouca idade do empreendimento. Entretanto, a Metodologia de FCD é relevante, pois oferece ao investidor um cenário para criar modelagens, com base em suas premissas, e para lhe orientar quanto ao potencial de geração de caixa e de valorização da empresa até sua abertura de capital, o que faz com que essa metodologia seja importante.

- **Método dos Múltiplos**

Conforme supramencionado, o FCD é a base para que o *valuation* das empresas sejam calculados. No entanto, o método dos múltiplos, atualmente, é uma das metodologias mais praticadas por analistas de mercado, sobretudo quando se trata de mercados financeiros privado e público. Atualmente, não se imagina comprar uma casa sem que se analise o valor do metro quadrado da região, para que o investidor tenha um parâmetro se está ou não comprando um ativo acima ou abaixo do preço considerado justo pelo mercado. Da mesma forma, isto se aplica de maneira análoga para o mercado financeiro e de *startups* (DAMODARAN, 2012).

O Modelo de Múltiplos é derivado da comparação do preço do ativo em relação a outros ativos comparáveis por meio de variáveis padronizadas, como por exemplo, o lucro, o valor patrimonial e a receita. Alguns exemplos de variáveis utilizadas para avaliar os ativos são: (1) relação preço sobre lucro (P/L); (2) preço sobre valor patrimonial (P/VP); (3) preço sobre receita (P/R); (4) valor da empresa sobre lajida (VE/LAJIDA) e outros. A lógica da compra da casa no mercado imobiliário é utilizada junto às empresas, conforme demonstrado nos múltiplos citados.

O investidor encontra no Método dos Múltiplos um cenário no qual ele pode subsidiar sua decisão de investimento com base em aportes financeiros realizados em outras empresas do mesmo setor que o ativo avaliado, apesar de essas informações, em geral, não serem explicitamente abertas. Nestes casos, plataformas como *sling hub*, *angellist*, *Hacker News*, *Gust*, *crunchbase*, *pitchbook* e outras auxiliam o investidor a obter esses dados para uma melhor tomada de decisão. Um dos maiores desafios desse modelo é a sua aplicação quando há poucas empresas no mercado que possam ser comparáveis ao ativo a ser avaliado.

- **VC Quick Method**

O *VC Quick Method*, ou metodologia rápida do VC, é um método bastante orientado a *startups* em estágios iniciais em que a discussão inicia-se com a articulação de quanto de recursos a *startup* necessita para sua operação nos próximos 18 meses. Nesta metodologia, espera-se que a maioria dos fundos de VC possam ter pelo menos 20% da empresa no ato de realização de seu investimento. Assim, o investidor de VC, que pretende investir em uma *startup early stage*, deve ter em mente que o *post-money* (valor da empresa após aporte

financeiro dos investidores) *valuation* da *startup* da qual se tornará sócio deverá seguir o seguinte racional (POLAND, 2014):

$$\text{Post Money Valuation} = \text{Necessidade de capital da startup para os próximos 18 meses} / \text{participação societária requerida pelo investidor.}$$

A metodologia do VC *Quick Method*, assim como as demais, não é um modelo perfeito, pois ainda há muitas dúvidas nessa fase sobre como a *startup* comportar-se-á e também se a quantidade de recursos requerida pela mesma será, de fato, suficiente para os próximos 18 meses. Estimar o custo por mês de uma *startup*, o dimensionamento de time, o custo de aquisição de clientes e outros fatores ainda é muito instável, mas, por outro lado, é um modelo que pode contribuir com a análise do investidor anjo sobre a ótica de quanto de recursos a *startup* precisará para os próximos meses e para fazer a comparação com outras abordagens de *valuation*.

- **VC Valuation Method**

O *VC Valuation Method*, ou metodologia de *valuation* do VC, é o modelo utilizado no qual se estima os ganhos futuros da *startup* ao longo do tempo, tendo em vista um prazo esperado para que a empresa venha a fazer seu *Initial Public Offering* (IPO) (Oferta Pública Inicial). Sendo assim, realiza-se uma análise que envolve a previsão de ganhos futuros da empresa no prazo esperado para seu IPO junto à análise de múltiplos de empresas que atuam no mesmo setor e que são negociadas na bolsa, chegando, então, a um valor de saída (*exit*) para essa *startup*, que seria seu *valuation* final (DAMODARAN, 2012).

Exemplificando por meio de um caso hipotético, um VC poderia avaliar uma empresa no setor de tecnologia considerando seu lucro de R\$ 4 milhões por ano com expectativa de realizar IPO em 3 anos. Se a relação preço sobre lucro de uma empresa listada, que atue no mesmo setor, for 25, isso poderia significar que uma saída (*exit*) para essa empresa poderia ser um *valuation* de R\$ 100 milhões. Como este valor é descontado a valor presente, e levada em consideração a taxa de retorno exigida por um VC, há um ajuste sobre o valor que o investidor estaria disposto a pagar para investir nessa empresa. Para isso, seria aplicada a seguinte fórmula:

Valor descontado da empresa = Valor estimado para saída / (1 + taxa de retorno alvo do VC)ⁿ

Onde:

n= prazo

Usando este exemplo, caso o VC exija um retorno de 30% ao ano sobre seu investimento, o valor descontado de saída para a empresa seria:

Valor descontado da empresa = R\$ 100 milhões / (1,30)³ = R\$ 45,52 milhões.

A taxa de retorno exigido para um investidor varia bastante, dependendo de alguns fatores, como o tempo de vida da *startup*, conforme abordado no item 2.3.2.5 – Custo de capital do investimento anjo e decisão de investimento.

- **Custo de capital do investimento anjo e decisão de investimento**

No ambiente de *Venture Capital* (VC) e de *Private Equity* (PE), a dinâmica de apreçamento do custo de capital próprio e a estimativa de retorno de investimentos para um investidor privado é distinta daquela observada no mercado de capitais aberto. Considerando-se que no mercado de capitais aberto há diversas fontes de informação de livre acesso ao investidor, como relatórios de relações com investidores, acesso ao time de relações com investidores, cobertura de bancos de investimentos e corretoras via equipe de *equity research* entre outros, o mercado de VC e de PE acabam não tendo facilidade de acesso à informação. Dessa forma, as exigências sobre custo de capital desses investidores tendem a ser diferentes daquelas observadas num mercado mais maduro.

Um estudo construído pelo *CB Insights* com mais de 1100 *startups* sediadas nos EUA, durante o período de 2008 a 2018, que tiveram uma rodada inicial de investimentos (*seed round*), relata que 67% delas ou faliram ou se tornaram autossustentáveis, fato que não necessariamente significa ter sido positivo para seus investidores iniciais, pois podem ter ocorrido diversos cenários, como falta de liquidez e, eventualmente, um retorno abaixo do esperado pelo investidor. Adiciona-se a isso o fato de apenas 1,07% das *startups* estudadas ter obtido um valor de mercado acima de US\$ 1 bilhão de dólares de *valuation* (avaliação da empresa), o que mostra o alto grau de risco dessa categoria de investimento. Ou seja, apesar de o mercado de investimento anjo e de VC terem crescido nos últimos anos, é evidente que

investir nessa classe de ativos implica em altos riscos e baixa garantia de que haverá uma valorização expressiva no valor dos ativos ao longo do tempo (CB INSIGHTS, 2018).

Diante deste cenário, além de outros desafios enfrentados pelas *startups* no dia a dia, para assumir riscos, os retornos exigidos por um investidor de capital de risco como investidores anjo, fundos de *venture capital*, fundos de *private equity*, entre outros participantes do ecossistema de investimento em *startups* tendem a diferir entre si de acordo com a fase em que a *startup* investida encontra-se em seu ciclo de vida (desenvolvimento, *startup*, sobrevivência, rápido crescimento ou maturidade).

O Quadro 6 a seguir descreve, em linhas gerais, o retorno anual esperado de um investidor de capital de risco nos Estados Unidos, de acordo com a fase em que *startup* recebeu seu aporte e com o período de duração do investimento (MARTIN; ANSHUMAN; TITMAN, 2012).

Quadro 6 – Taxas de retorno alvo de um investidor de capital de risco e estágios de desenvolvimento de uma *startup*

Estágio de Desenvolvimento	Necessidade de recursos	Duração do investimento	Taxa de retorno alvo ao ano
Seed e Startup	Suportar financeiramente o empreendedor no desenvolvimento de uma ideia até o momento de captação inicial para iniciar a operação da startup	Mais de 10 anos	De 50% a 100%
First Stage ou Primeira rodada	Recursos que são utilizados para financiar as operações de um negócio ainda não Lucrativo. Os recursos são destinados a esforços de marketing, contratações de pessoal para suportar um crescimento antecipado das vendas.	De 5 a 10 anos	De 40% a 100%
Second Stage ou Segunda rodada (ou subsequentes)	Neste estágio a empresa já possui um produto/serviço validado pelo mercado e os recursos financeiros são necessários para arcar com custos como capital de giro e ativos fixos para impulsionar crescimento de vendas	De 4 a 7 anos	De 30% a 40%
Mezzanino	Os recursos obtidos aqui são destinados a preparar a empresa até uma eventual evento de liquidez como oferta pública de ações (IPO) ou um M&A.	De 1 a 3 anos	De 20% a 30%

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Martin, Anshuman e Titman (2012).

Apesar de não existirem estudos que relatem a expectativa de retorno de um investidor de *venture capital* brasileiro, é provável que os números apresentados pelo estudo do Quadro 6 sejam aplicáveis à realidade brasileira, o que leva a crer que a expectativa de retorno de um investidor anjo no Brasil varia entre 50% e 100% ao ano.

- **Método de Berkus**

O Método Berkus é um modelo bastante utilizado mundialmente por investidores anjo e *venture capitalists* para realizar a avaliação de *startups* que ainda não possuem projeções de receita ou lucro, o que já é mais comum em metodologias como a de Fluxo de Caixa Descontado, por exemplo.

Para este método, o investidor aplica um valor de até US\$ 500 mil para cada elemento crítico da *startup* – ideia (valor base), protótipo (nível de risco tecnológico), qualidade do time (nível de risco de execução), parcerias estratégicas (nível de risco de mercado) e vendas/produção (nível de risco de produção) – avaliando a *startup* num valor que pode chegar a até US\$ 2,5 milhões *post-money valuation* sem considerar as projeções financeiras em si, tendo em mente, na crença do investidor, que esta *startup* deverá faturar anualmente mais de US\$ 20 milhões a partir do seu quinto ano de operação para justificar o *valuation* (BERKONOMICS, 2021).

O Quadro 7, a seguir, demonstra a avaliação de uma *startup* pelo Método de Berkus.

Quadro 7 – Avaliação de uma *startup* pelo Método de Berkus

Categoria	Valor atribuído:
Ideia (Valor base)	De US\$ 0 a US\$ 500 mil
Protótipo (nível de risco de protótipo)	De US\$ 0 a US\$ 500 mil
Qualidade do time (nível de risco de execução)	De US\$ 0 a US\$ 500 mil
Parcerias estratégicas (nível de risco de mercado)	De US\$ 0 a US\$ 500 mil
Produção ou Vendas (nível de risco de produção)	De US\$ 0 a US\$ 500 mil

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Berkus.

A metodologia explicitada acima, segundo Berkus (2009), só é válida até o momento em que a *startup* comece a contar com faturamento, sendo, neste caso, recomendado utilizar outros tipos de abordagens. O Método de Berkus é mais adequado para *startups* que ainda estejam em fase pré-operacional.

- **Scorecard**

O Método de *valuation* de *Scorecard*, ou Método de Bill Payne, é uma forma de avaliar *startups* pré-operacionais (antes de obterem faturamento). Essa metodologia foi criada pelo investidor anjo Bill Payne e se adequa a todos os tipos de *startups*, exceto aquelas que exigem um capital muito alto, como o setor de ciências da vida ou de energia elétrica, por exemplo. Este método compara a empresa a ser avaliada com a mediana do *valuation* de outras *startups* recém investidas, por investidores anjo e numa mesma região, para se determinar o *pre-money valuation* da *startup*. Dessa forma, essa comparação só faz sentido para empresas que estejam no mesmo estágio de desenvolvimento, no caso, as pré-operacionais (ou com receitas mínimas) (ANGEL CAPITAL ASSOCIATION, 2021).

O primeiro passo para a realização do *valuation* de uma *startup* por este método é determinar a mediana do *pre-money valuation* baseada em alguma amostra específica de região e setor determinados. Assumindo um caso hipotético de mediana de R\$ 4 milhões, o método *Scorecard* ajustará, então, os pontos fortes e os fracos da *startup*. Sendo assim, o método vai ajustar o valor da *startup* avaliada comparando-a com a percepção do investidor anjo em relação às rodadas de investimento realizadas em outros empreendimentos de determinada região e setor, como demonstra o Quadro 8, a seguir.

Quadro 8 – Método de *Scorecard*

Categoria	Peso da avaliação	Avaliação relativa
Qualidade do time de gestão	0-30%	% atribuída pelo avaliador
Tamanho da oportunidade	0-25%	% atribuída pelo avaliador
Produto/Tecnologia	0-15%	% atribuída pelo avaliador
Ambiente Competitivo	0-10%	% atribuída pelo avaliador
Marketing/Canais de vendas/Parcerias	0-10%	% atribuída pelo avaliador
Necessidade de investimento adicional	0-5%	% atribuída pelo avaliador
Outros	0-5%	% atribuída pelo avaliador
Soma		Soma dos valores acima

Fonte: Elaborado pelo autor.

O peso atribuído a cada fator destacado é determinado ao gosto do investidor, ao passo que na avaliação relativa, o investidor define o quão bem posicionada a *startup* avaliada está em relação à sua base de comparação de *startups*, sendo atribuído um peso de 0% até a medida que o investidor julgar coerente (ex: 75%, 150% ...). A soma da ponderação do peso da avaliação com a avaliação relativa será o valor relativo atribuído à *startup* em relação à

mediana e, assim, se chegará a um valor estimado pelo investidor. Esta metodologia de Bill Payne é uma alternativa para a forma de calcular o valor de uma *startup* que ainda esteja em fase pré-operacional ou ainda em suas primeiras vendas.

- **Método da Soma dos Fatores de Risco**

O Método da Soma de Fatores de Risco é uma versão que se assemelha às observadas anteriormente, como o Método de Berkus e o *Scorecard*, ao passo que o *valuation* da empresa é estimado com base em fatores de risco e na avaliação do investidor. Trata-se de uma metodologia que visa identificar o valor justo (*pre-money valuation*) das *startups*, considerando-as como organizações ainda sem faturamento. Dessa forma, em um primeiro momento, também é uma avaliação com base em fatores intangíveis. Essa metodologia foi criada pela associação de investidores anjo da Ohio TechAngels e considera fatores mais amplos que o Método de Berkus e o *Scorecard*.

A metodologia da soma de fatores de risco é mais focada em investigar um número mais elevado de fatores de risco em relação às metodologias citadas anteriormente. Para iniciar este cálculo, é determinado um valor de base para a *startup* tendo como parâmetro o valor médio de empresas similares que se encontram no mesmo estágio, antes do início de seu faturamento. Com este valor determinado, os valores de risco são modelados como múltiplos de US\$ 250 mil, variando de US\$ 500 mil, para risco muito baixo, até - US\$ 500 mil para um risco muito alto. Dessa forma, os riscos avaliados neste *valuation* são:

- Administração da *startup*;
- Estágio do negócio;
- Legislação e risco político;
- Risco de manufatura;
- Risco de marketing e vendas;
- Risco de captação de recursos;
- Risco de competição;
- Risco de tecnologia;
- Risco litigioso;
- Risco internacional;
- Risco de reputação;

- Potencial de saída lucrativa para investidor (ou Potencial de *exit* lucrativo).

O Quadro 9, a seguir, ilustra essa metodologia, considerando uma empresa hipotética, com valor base de R\$ 3 milhões.

Quadro 9 – Método da Soma dos Fatores de Risco

Valor Inicial: R\$ 3 milhões		
Fator de risco	Risco	R\$
Administração da startup	Muito Baixo	R\$ 500.000,00
Estágio do negócio	Muito Alto	-R\$ 500.000,00
Legislação e risco político	Neutro	R\$ -
Risco de manufatura	Neutro	R\$ -
Risco de marketing e vendas	Baixo	R\$ 250.000,00
Risco de captação de recursos	Muito Baixo	R\$ 500.000,00
Risco de competição	baixo	R\$ 250.000,00
Risco de tecnologia	alto	-R\$ 250.000,00
Risco litigioso	muito alto	-R\$ 500.000,00
Risco internacional	Muito Baixo	R\$ 500.000,00
Risco de reputação	Muito baixo	R\$ 500.000,00
Potencial de saída lucrativa	baixo	R\$ 250.000,00
Valor Final da <i>Startup</i> : R\$ 4,5 Milhões		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme descrito acima, o *valuation* inicial da *startup* hipotética seria de R\$ 3 milhões, porém, de acordo com a sensibilidade do investidor a respeito dos riscos incorridos pela empresa, chegou-se à conclusão de que, tendo em mente os riscos determinados pelo investidor, o valor considerado justo seria de R\$ 4,5 milhões.

- ***First Chicago Method***

O *First Chicago Method* é uma metodologia desenvolvida em 1970, pelo *First Chicago Bank*, com o objetivo de avaliar negócios em algumas situações específicas, combinando métodos orientados a mercado e fundamentos analíticos. Essa metodologia simula cenários independentes entre si para determinada *startup* – pessimista, neutro e otimista – e, com base nesses cenários, apresenta as probabilidades para que cada um dos cenários se concretize, a fim de estabelecer a avaliação da *startup*.

Nos diversos cenários colocados, o que muda são as previsões de receitas, custos e resultados financeiros. O pessimista avalia o pior cenário; o neutro, um cenário intermediário; e o otimista impõe uma perspectiva positiva para a evolução da *startup*. Para cada cenário é

colocado um preço de desinvestimento da *startup* (ou valor final da empresa imaginando um eventual cenário de saída - “*exit*”), de forma a tangibilizar suas perspectivas. O valor de desinvestimento, neste caso, é estimado por meio da avaliação por múltiplos, utilizando como base de comparação da *startup* alvo, companhias que atuam em indústrias, geografias e estágios semelhantes.

À medida que um valor para a saída da *startup* é originado, é necessário estabelecer a taxa de retorno requerida do investidor para poder determinar os diferentes cenários anteriormente apresentados. Essa taxa tanto pode ser definida internamente, pelo próprio investidor anjo, quanto por meio da metodologia do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que pode ser explicada pela seguinte equação (TITMAN; MARTIN, 2010):

$$K_e = k_{rf} + \beta_e (k_m - k_{rf})$$

Onde:

K_e = Custo de capital próprio

k_{rf} = taxa de juros livre de risco

K_m = retorno esperado de uma carteira de mercado, composta por todos ativos de risco

β_e = risco sistemático da ação, estimado pela regressão do retorno da ação menos a taxa livre de risco em relação ao retorno de mercado, menos a taxa livre de risco.

No caso das *startups*, em que um dos critérios que as define envolve o financiamento por meio de *equity*, envolvendo quase a total ausência de dívidas, bem como uma dinâmica de maior iliquidez ao se comparar com o mercado mais maduro, faz-se um ajuste aplicando-se a fórmula do CAPM, ajustada de tal forma que se chega à seguinte fórmula:

$$r = R_f + \beta_i \cdot [E(R_m) - R_f] + l_p$$

Onde:

R = Taxa de retorno requerida pelo investidor

R_f = Taxa livre de risco

$E(R_m)$ = Taxa esperada de retorno do mercado

$[E(R_m) - R_f]$ = Prêmio de risco esperado de mercado

β_i = Coeficiente beta para o ativo i

L_p : Prêmio de liquidez

- ***Cost to Duplicate***

O *Cost to Duplicate* é a metodologia utilizada para avaliar uma *startup* em que se considera o cálculo de quanto de recursos seria necessário para construir outra empresa igual a que está sendo avaliada, desde o seu momento inicial de operação. O conceito considerado é que um bom investidor não investiria em uma *startup*, caso o custo para replicar a empresa fosse menor que o proposto pela *startup* em negociação. Esta abordagem considera muito a questão do preço justo de um ativo.

No caso de empresas de tecnologia, um custo avaliado é o total de programação e o tempo necessário para construir *startups* semelhantes. Outros atributos que também são avaliados são os custos envolvidos em pesquisa e desenvolvimento, proteção e desenvolvimento de patente e outros.

Um dos pontos que acabam interferindo na negociação de investimentos com esta abordagem é que ela não considera o potencial futuro de geração de receita, vendas, lucros e retorno de investimento para a organização. Adicionalmente, outro ponto que acaba ficando fora desta abordagem é a questão dos ativos intangíveis como valor da marca (ROIG; VICÉN, 2021).

2.3.2 Construção da Tese de Investimento

Com a finalidade de orientar o investidor anjo sobre as melhores práticas de avaliação de investimentos e realizar sua *due diligence*, o autor deste trabalho, por atuar como presidente de uma associação de investidores – a FEA Angels –, desenhou um *framework* de questões a serem colocadas às *startups* em fase de captação de recursos (APÊNDICE 1), com base em sua experiência profissional e nos conhecimentos adquiridos no curso *VC Unlocked da 500 startups*, realizado em Miami, em novembro de 2019. O objetivo desse *framework* é obter respostas que possam dar indícios ao investidor de que aquela oportunidade de investimento identifica-se com sua tese de investimentos e que o guie sob a ótica de possuir ou não a *startup* em seu portfólio de investimentos.

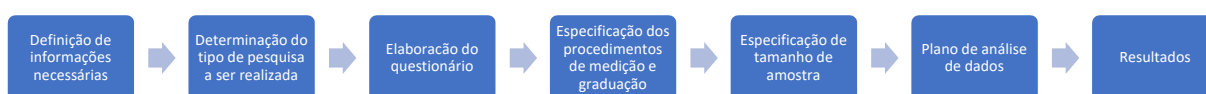
Para a construção da tese de investimentos, com base no curso *VC Unlocked da 500 Startups*, foram considerados os seguintes parâmetros: estágio do ciclo de vida da *startup*, mercado-alvo da *startup*, setor de preferência, local onde a *startup* se localiza, estratégia de *follow on* e saída do investimento, expectativa de retorno do investimento e time fundador.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo teve como objetivo analisar a prática do investimento anjo no Brasil a fim de propor um manual de melhores práticas para o investidor anjo. Para tanto, foi realizado um estudo exploratório a respeito do investimento anjo com o intuito de guiar e de orientar o investidor anjo sobre as melhores práticas de investimento em *startups*, bem como para compreender o contexto do investimento anjo no Brasil de forma estruturada.

A realização da pesquisa envolveu diversas etapas, como: definição das informações prévias a serem investigadas, definição da metodologia, elaboração do questionário, procedimentos de medição e de graduação, especificação do tamanho da amostra e plano de análise de dados, conforme demonstra Figura 3, a seguir.

Figura 3 – Etapas de realização da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor.

3.1 METODOLOGIA DA PESQUISA

Trata-se de uma pesquisa de abordagem quantitativa, com objetivo descritivo e levantamento transversal. A pesquisa descritiva é um tipo de pesquisa conclusiva que possui como principal objetivo a descrição de algo – geralmente características ou funções de mercado. Ela é particularmente utilizada com perguntas que visam descrever um fenômeno de mercado, como frequências de compra, identificação de relacionamentos ou mesmo de previsões. No caso, é um estudo que descreve as principais atividades realizadas para a prática do investimento anjo (MALHOTRA, 2011).

A pesquisa descritiva pressupõe que o autor tenha domínio do tema a ser estudado e que busque uma exploração clara do problema a ser trabalhado no estudo. Ainda neste espectro, o levantamento realizado foi transversal, que, às vezes, pode ser identificado como

levantamento de amostra, e pode ser entendido como uma fotografia instantânea do mercado tirada em um determinado momento (MALHOTRA, 2011).

A pesquisa quantitativa, por sua vez, é aquela que procura quantificar dados com o objetivo de buscar evidências conclusivas baseadas em amostras grandes e representativas e, normalmente, com análises estatísticas. Geralmente, as pesquisas quantitativas podem ser consideradas conclusivas e utilizadas para recomendar um curso final de ações. No caso da presente pesquisa, foi analisar a prática do investimento anjo no Brasil e propor um manual de melhores práticas para o investidor anjo (MALHOTRA, 2011).

Dessa forma, o primeiro passo para a realização da pesquisa envolveu a construção do referencial teórico para compreender os conceitos utilizados para embasar o tema no que se refere às *startups* e às principais práticas do investimento anjo no Brasil. Assim, foram buscadas informações em fontes secundárias, como *sites*, livros, artigos, revistas, teses, dissertações etc. de forma a ampliar e a solidificar o conhecimento do autor e determinar os parâmetros que, posteriormente, foram utilizados para elaborar o questionário, instrumento utilizado para coleta de dados.

Após o levantamento das informações, foi determinada a metodologia de pesquisa mais adequada para atingir os objetivos propostos, identificando as principais práticas do investimento anjo do Brasil. No entendimento do autor, a pesquisa descritiva transversal quantitativa foi a mais adequada, como mencionado anteriormente.

A metodologia empregada para aplicar o questionário enviado aos entrevistados foi do tipo *survey*. Este método é definido como um procedimento que pode ser descrito como a obtenção de dados ou informações sobre características, ações ou opiniões de determinado grupo de pessoas, indicado como representante de uma população-alvo, por meio de um instrumento de pesquisa, normalmente, um questionário. Como principais características do método de pesquisa *survey* podem ser citadas: o interesse é produzir descrições quantitativas de uma população; e fazer uso de um instrumento predefinido (TANUR apud PINSONNEAULT; KRAEMER, 1993).

Importante observar que o estudo focou em pessoas, buscando compreender suas crenças, opiniões, atitudes, motivações e comportamento, a fim de estabelecer padrões. Os resultados das pesquisas científicas revelados por meio de questionários é algo natural, pois é inerente às suas variáveis classificadas sociologicamente como fatos, opiniões e atitudes (PARTEN, 1950). Dentro do desenvolvimento deste estudo, foram explorados esses fatores para desenvolver uma conclusão quanto ao tema e propor um manual de melhores práticas do investimento anjo.

Após coletadas as informações secundárias e decida a metodologia da pesquisa, partiu-se, então, para a etapa da elaboração do questionário a ser aplicado com base no referencial teórico. Fez-se referência a um processo analítico de dados, em que se define a categorização dos dados para facilitar a análise. Neste momento, foram definidas as regras para transformar os dados das respostas dos questionários em números e vice-versa (KOTHARI, 2005). Foi também o momento em que foram definidos os tipos de perguntas a serem realizadas com o objetivo de encontrar respostas quanto ao investimento anjo no Brasil.

Após coletados os principais dados, procedeu-se, então, para a medição e a aferição dos mesmos. Nesta etapa, foi definida a forma de atribuir números às respostas obtidas. Para tanto, houve necessidade de estabelecer a correspondência de um para outro, ou seja, entre os números e as características que haviam sido medidas. Isso ocorreu de diversas formas como, por exemplo, por escalonamento.

Depois de estabelecida a forma de realização da medição e a de aferição dos dados, partiu-se, então, para as duas últimas etapas concernentes à definição de amostra, tais como o seu tamanho e a estratégia de análise de dados coletados, e a forma de relacionar as descobertas dos dados obtidos das fontes primárias com as reflexões advindas do referencial teórico.

3.2 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Após o levantamento das informações, foram estabelecidos quais seriam os entrevistados do estudo bem como o tamanho de amostra. No âmbito deste estudo, os entrevistados foram definidos pela facilidade de acesso, número relevante de participantes e interesse comum em investimento anjo. Sendo assim, foi estabelecida uma amostragem não probabilística, que contou com o julgamento pessoal do autor, e não com a probabilidade na escolha de elementos (público a ser entrevistado) da amostra. O autor estabeleceu uma categoria de controle ou cotas (de investidores anjo) com base em seus contatos com redes de investidores anjo e investidores anjo independentes, para extração de resultados que pudessem representar uma população maior de perfil semelhante (MALHOTRA, 2011).

De porte de todas as informações extraídas da coleta dos dados primários foi realizado um processo denominado inferência estatística, que se trata de generalizar os resultados da amostra para os resultados da população denominada investidores anjo. Isso implicou na seleção de uma amostra, nos fatores de decisão pré-investimento, nas características dos

investimentos, no método de avaliação, no retorno esperado, nas cláusulas contratuais e em outros (MALHOTRA, 2011).

3.3 COLETA DE DADOS PRIMÁRIOS

Em relação ao tamanho da amostra para coleta de dados, um questionário eletrônico foi enviado para mais de 1.000 investidores anjo participantes de mais de 21 redes de investidores anjo do Brasil, de forma que todas as respostas coletadas fossem validadas para a realização da apreciação do estudo. Desse total de investidores anjo, 408 chegaram a abrir a pesquisa para preenchimento.

Entretanto, ao todo, 288 investidores responderam à pesquisa de forma completa, totalizando uma taxa total de respostas de 70,6% dos que chegaram a abri-la. De todas as respostas coletadas, 214 foram validadas, totalizando 52,2% de aproveitamento para o estudo em relação a todas as pessoas que abriram a pesquisa. Para aproveitamento das respostas válidas foram levados em conta todos os investidores que afirmaram se considerar investidores anjo e foram excluídas as respostas que continham duplicidades ou estavam em branco.

O período de coleta dos dados perdurou durante um mês, entre os dias 30 de junho de 2021 e 30 de julho de 2021, conforme programado *a priori* pelo autor. O questionário foi disponibilizado de forma *online*, via *website*, utilizando-se a plataforma *Typeform* (www.typeform.com) e, posteriormente, distribuído via correio eletrônico (*e-mail*) e mensagens instantâneas via plataformas como *whatsapp*, *telegram* e *slack* para todos os participantes selecionados, de forma que o entrevistado poderia responder digitalmente de onde estivesse e no momento que quisesse ou pudesse, de acordo com a sua disponibilidade.

A ferramenta utilizada permitiu que as questões fossem disponibilizadas, proporcionando facilidade ao autor no momento da coleta de dados e também da análise (MALHOTRA, 2011).

3.3.1 Questionário

O referencial teórico serviu de base para a pesquisa secundária e a primária, visto que foi utilizado para elaborar o questionário composto por 35 perguntas estruturadas do tipo múltipla escolha, ranqueamento, dicotômicas e de escala. Segundo Malhotra (2011), as

principais vantagens de questões de múltipla escolha são possibilitar um viés menor por parte do entrevistador, facilitar a codificação e a análise com boa cooperação dos entrevistados. Este método é utilizado quando a pesquisa envolve entrevistas com grande número de pessoas e é aplicada uma série de questões.

O conteúdo do questionário proposto envolveu os dados coletados no referencial teórico (Capítulo 2) e pode ser observados no APÊNDICE 2.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Para analisar os dados coletados, foi feita uma investigação envolvendo os mais diversos temas, de forma a entender estatisticamente as características e as preferências dos investidores anjo nos mais variados âmbitos, conforme demonstra o Quadro 10, a seguir.

Quadro 10 – Principais temas de análise

Tema	Análise
Características da amostra	Entender o perfil do investidor em termos de demografia (gênero, idade, participação em redes), experiência com investimento anjo.
Fatores de decisão pré-investimento	Investigar fatores como proporção de capital investido, motivação, tese de investimento e critérios de avaliação.
Característica dos investimentos	Aferir o ticket médio dos investimento, preferências por modelos de negócio e localização do empreendimento e estratégias de saída.
<i>Deal Flow</i>	Entender a forma preferida de como investidores encontram suas oportunidades de investimento.
Papel do investidor anjo	Esclarecer qual o papel do investidor anjo brasileiro junto às suas investidas.
Método de avaliação	Investigar metodologias de avaliação de investimento aplicas pelos investidores.
Modelo de investimento	Entender a preferência do investidor anjo em relação à modalidade de investimento.
Retorno esperado	Identificar a expectativa de retorno sobre investimento dos investidores anjo brasileiro.
Cláusulas contratuais	Averiguar os principais pontos de risco levantados pelos investidores no processo de investimento.
<i>Due diligence</i>	Aferir tópicos que mais preocupam no processo de <i>due diligence</i> .
Marco Legal	Identificar a atualização do investidor anjo em relação a temas regulatórios sobre o investimento anjo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.5 MATRIZ DE AMARRAÇÃO

Com o objetivo de avaliar a coerência das relações estabelecidas entre as dimensões e as decisões de encaminhamento da pesquisa e garantir a consistência metodológica da pesquisa, foi elaborada uma matriz de amarração (Quadro 11). Esta ferramenta foca na questão de aderência e de compatibilidade das questões junto ao referencial teórico e aos devidos objetivos de pesquisa. A matriz de amarração possibilitou relacionar os objetivos de cada pergunta com o embasamento científico, bem como com a delimitação do estudo.

Quadro 11 – Matriz de amarração

Objetivo Principal	Objetivos secundários	Questões da pesquisa	Referencial teórico	
Analisar as práticas do investimento anjo no Brasil a fim de propor um manual de melhores práticas para o investidor anjo.	Compreender o investimento anjo no Brasil e suas particularidades para que essa prática seja disseminada de forma estruturada e responsável pelo ecossistema empreendedor.	Qual seu sexo?	Malhotra (2011); Feeney, Haines e Riding (1999); Morrissette (2007); Manolova et al. (2006); Rogers e Makonnen (2014).	
		Qual sua idade?		
		Você se considera um investidor anjo?		
		Você faz parte de alguma rede de investidores anjo?		
		De qual rede de investidores anjo você faz parte?		
		Em quantas <i>startups</i> você já investiu?		Global Entrepreneurship Network (2018); Morrissette (2007); Freear e Wetzel (1992); Gaston (1989); Freear, Sohl e Wetzel (1990); Sullivan (1991); Osnabrugge e Robinson (2000); Benjamin e Margulis (1996); ANBIMA (2014); Rose (2014).
		Qual porcentagem do seu patrimônio você destina para investimento em <i>startups</i> ?		
	Qual o seu <i>ticket</i> médio de investimento por <i>startup</i> ?			
	Explorar as fontes de financiamento do tipo investimento, bem como suas melhores práticas no Brasil.	Na qualidade de investidor anjo você se considera um " <i>smart money</i> "?	SEBRAE (2022); Ramadani (2009); Sørheim e Landström (2001); Sullivan (1991); Morrissette (2007); Freear, Sohl e Wetzel (1990); Angels (2003); Sullivan e Miller (1990); Linde e Prasad (2000); Mengue, Schmidt e Bohnenberger (2019).	
		Quais desses papéis melhor descreve sua atuação como investidor anjo?		
		Quais as principais motivações em ser investidor anjo?		
		Com qual perfil de investidor anjo você mais se identifica?		
		Como você encontrou as <i>startups</i> em que você investiu?		

Continua

Objetivo Principal	Objetivos secundários	Questões da pesquisa	Referencial teórico
	Guiar e orientar o investidor anjo brasileiro a respeito das melhores práticas a serem difundidas no Brasil.	Você sabe o que é Marco Legal de <i>startups</i> ?	
		Você possui uma tese de investimentos?	
		Em qual fase do ciclo de vida da <i>startup</i> você investe?	Leach e Melicher (2012); Tech (2018); Rose (2014);
		Você possui estratégia de "follow on" para seus investimentos em próximas rodadas?	500 Startups (2019).
		Você possui estratégia de saída para seu investimento anjo?	
		Sua estratégia de saída encontra-se em qual(quais) estágio(s) do financiamento da <i>startup</i> ?	Leach e Melicher (2012);
		Quais critérios você avalia ao investir em uma <i>startup</i> ?	Romans (2013);
		Em qual público-alvo você prefere investir?	Wallmeroth, Wirtz e Groh (2018); Metrick e Yasuda (2010); 500 Startups (2021); Berkery (2007).
		Qual modelo de investimento mais se adequa à sua intenção de investimento?	
		Você tem preferência por investir em algum setor?	
		Em quais setores você busca investir?	
		Você prefere investir em <i>startups</i> com sede em algum estado brasileiro específico?	
		Você tem maior interesse em investir em quais Estados?	Damodaran (2012); Poland (2014); Martin, Anshuman e Titman (2012);
		Qual método de <i>valuation</i> você utiliza para avaliar uma <i>startup</i> ?	Berkonomics (2009); Angel Capital Association (2021); Titman e Martin (2010); Roig e Vicén (2021).
		Qual a sua expectativa de retorno sobre investimento/ano quando você investe em <i>startups</i> ?	
		Em seus investimentos, você discute cláusula de desconto sobre <i>valuation</i> da <i>startup</i> para as próximas rodadas de investimento?	Anjos do Brasil (2021); Feld e Mendelson (2019); Santos Filho et al. (2010); Gantois (2021); Laureano (2020).
		Quais atividades de <i>due diligence</i> você realiza antes de investir em uma <i>startup</i> ?	
Dentre os termos de negociação de investimento anjo junto às <i>startups</i> , quais os que você mais valoriza?			

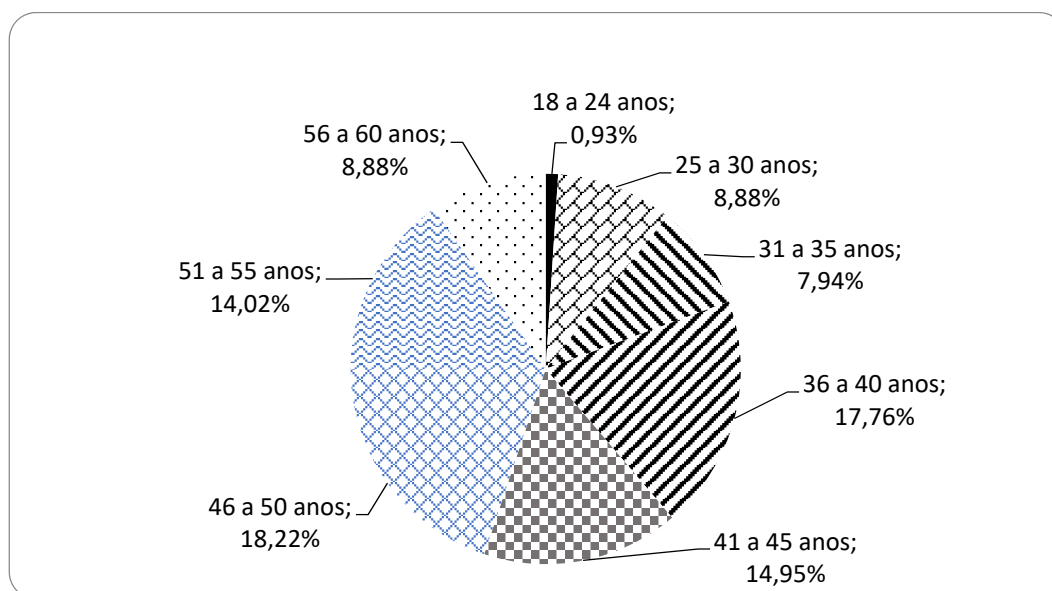
Fonte: Elaborada pelo autor, com base em Mazzon (1981).

4 RESULTADOS E ANÁLISE DA PESQUISA E ANÁLISE

4.1 PERFIL DOS INVESTIDORES ANJO DA AMOSTRA - DADOS DEMOGRÁFICOS

Os dados primários coletados revelam que, dos 214 respondentes validados da amostra (aqueles que responderam ser investidores anjo), cerca de 89,7% eram do gênero masculino e 64,95% pertenciam à faixa etária dos 36 aos 55 anos. A Figura 4 apresenta a distribuição dos investidores anjo participantes do estudo em função da faixa etária.

Figura 4 – Faixa etária dos respondentes



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados demográficos da amostra são consistentes com os estudos observados no referencial teórico, que mencionam o gênero do investidor anjo, havendo uma predominância entre 84 e 97% do gênero masculino. Além disso, os mesmos estudos também mencionam que a maior concentração de investidores anjo está na faixa etária entre 35 e 54 anos, com uma participação de 64% do total dos investidores, o que vai de encontro ao observado na amostra (MORRISSETTE, 2007).

4.1.1 Participação em Redes de Investidores

Quanto ao perfil dos investidores anjo, como era esperado, devido ao critério utilizado pelo autor na escolha do público-alvo do estudo, houve uma vasta predominância de investidores anjo que participam de redes de investidores anjo. Das 214 respostas válidas, apenas 8 respondentes ou 3,7% faziam parte de outras redes de anjos que não estavam mapeadas previamente para a participação do estudo. Além disso, constatou-se que houve predomínio de investidores anjo que participam de 4 grandes redes de anjos – FEA Angels, Anjos do Brasil, Poli Angels e GV Angels. A Tabela 1 demonstra a participação de investidores anjo em redes de investimento anjo. É importante salientar que é possível encontrar investidores anjo participando de mais de 1 rede.

Tabela 1 – Participação de investidores anjo em redes de investimento anjo

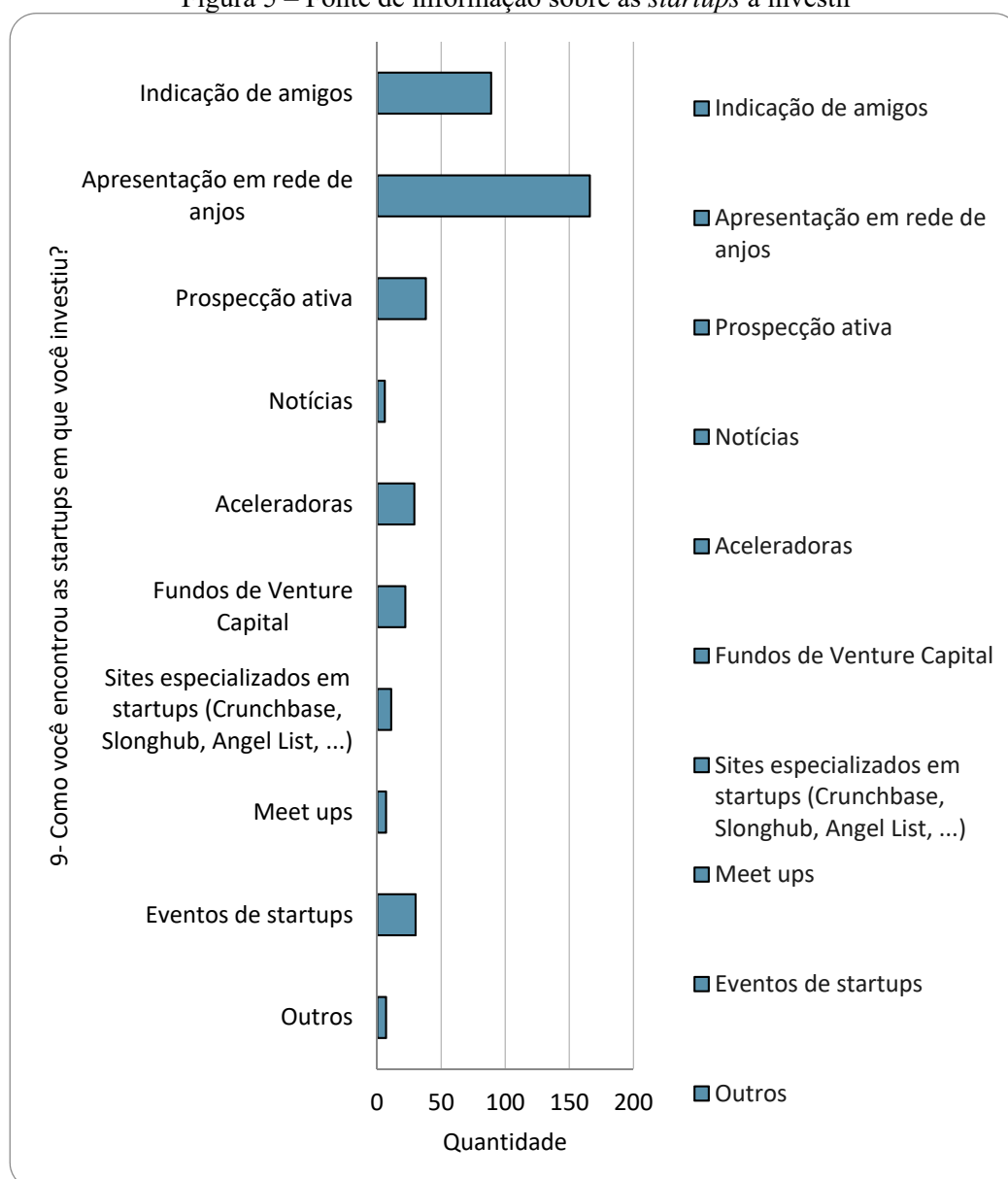
Rede de investidor anjo	Quantidade	% dos respondentes
FEA Angels	61	29%
Anjos do Brasil	36	17%
Poli Angels	34	16%
GV Angels	25	12%
URCA Angels	21	10%
Gávea Angels	16	7%
BR Angels	13	6%
Bruin Angels	13	6%
Insper Angels	11	5%
Outros	8	4%
EA Angels	6	3%
Hangar 8 Capital	4	2%
LAAS Angels	4	2%
UniAngels	4	2%
MIT Angels	3	1%
Insead Angels	2	1%
London Angels	2	1%
Wharton Angels	2	1%
Anjos Alumni CSB	1	0%
Curitiba Angels	1	0%
GR8 Ventures	1	0%
Harvard Angels	1	0%
iAngels	0	0%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.1.2 Comportamento do Investidor

No que tange à busca de oportunidades para investir em *startups*, constatou-se que 166 investidores entrevistados mencionaram as redes de anjo como a primeira fonte e, inclusive, a mais popular para realizar essa busca, sendo posteriormente apontada, como segunda fonte, a indicação de amigos, por 89 entrevistados, e, como terceira fonte, a prospecção ativa, mencionada por 38 dos entrevistados (Figura 5). Tais características assemelham-se ao que foi constatado em outras regiões do mundo, com maior preferência por contatos pessoais, indicação de amigos e colegas de trabalho e, preferencialmente, fazendo investimentos em conjunto (MORRISSETTE, 2007).

Figura 5 – Fonte de informação sobre as *startups* a investir



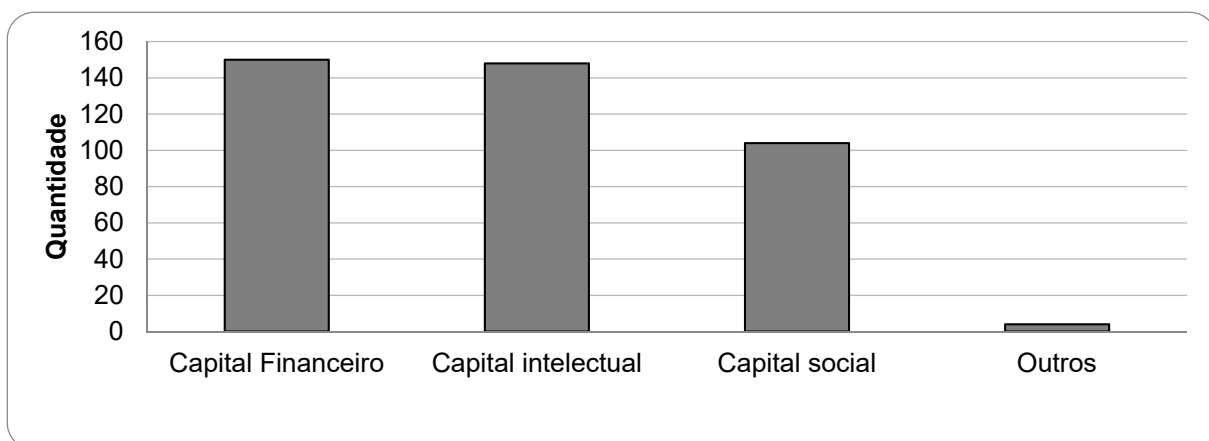
Fonte: Elaborada pelo autor.

Os dados da amostra confirmam a importância do relacionamento e, principalmente, das redes de investimento anjo nesse papel de geração de oportunidades. A tendência é que este número aumente com a disseminação das redes de investimento anjo e com o amadurecimento deste ecossistema no Brasil.

Ao realizar os levantamentos questionou-se também sobre quais são os papéis dos investidores anjo junto às *startup* e aos empreendedores, de forma que os respondentes deveriam sinalizar como se identificavam em termos de capital financeiro, de capital intelectual, de capital social e de outros, conforme estabelecido no referencial teórico. Constatou-se que dos 214 respondentes, 150 (70,00%) acreditavam desempenhar o papel de capital financeiro; 148 (69,15%) o de capital intelectual; 104 (48,59%) o de capital social; e 4 (1,86%) optaram por ‘outros’ (Figura 6).

Dessa forma, pode-se afirmar que a maioria dos respondentes acredita que o capital financeiro seja a principal vertente de sua contribuição junto às *startups*, de forma praticamente igual ao capital intelectual. Por outro lado, pouco menos da metade dos pesquisados relatou que o capital social é um fator que poderia contribuir para o desenvolvimento da *startup*, principalmente ao levar em conta que a maior parte dos participantes da pesquisa faz parte de diferentes comunidades de investidores anjo, onde há muitas conexões a serem exploradas (Figura 6).

Figura 6 – Papéis desempenhados como investidor anjo

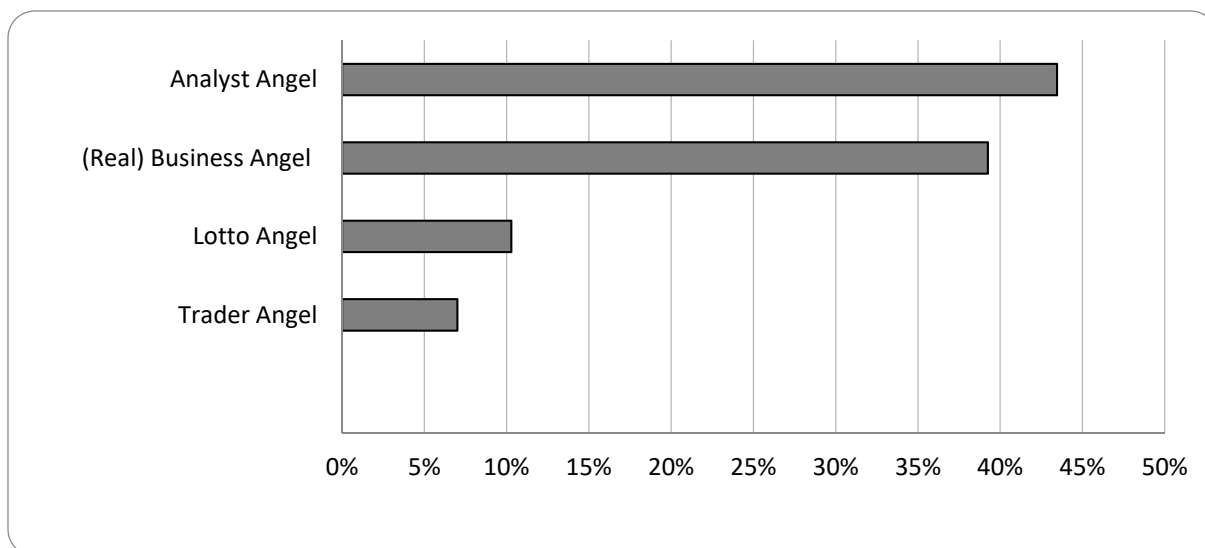


Fonte: Elaborada pelo autor.

No estudo, foi explorada também a classificação do perfil de investidor dos entrevistados, qualificando-os como *Analyst Angel*, *(Real) Business Angel*, *Lotto Angel* e *Trader Angel*, conforme descrito no referencial teórico (Capítulo 2). Os achados revelam que

a maior parte dos entrevistados entende ter o perfil de *Analyst Angel*, conforme destacado na Figura 7.

Figura 7 – Autoclassificação de perfil como investidor anjo



Fonte: Elaborada pelo autor.

Dessa forma, 43,5% dos respondentes colocaram-se em posição de *Analyst Angel*; 39,4% , como *Real Business Angel*; 10,2%, como *Lotto Angel*; e apenas 6,9%, como *Trader Angel*.

Explicando brevemente, o *Analyst Angel* é o investidor que aporta menos recursos, com a colaboração de outros investidores anjo e com um horizonte de tempo de alocação de até 3 anos, o que é condizente com as respostas das questões que abordam o capital intelectual, o *ticket* médio e, também, a forma de encontrar oportunidades de investimento.

Com diferença um pouco menor, os *Real Business Angels* representam uma segunda parcela significativa da amostra, que prevê a participação bastante ativa do investidor com alto grau de aportes em *startups* em períodos de 3 anos, com a colaboração de outros investidores, possuindo um *networking* bastante qualificado e uma visão de investimento de longo prazo. Este perfil foi bastante representado também por desempenhar um papel relevante como capital financeiro, intelectual e social.

Em menor grau, os participantes da pesquisa colocaram-se como *Lotto Angels* e *Trader Angels*, que são perfis que destoam do restante da amostra. Os *Lotto Angels*, por exemplo, posicionam-se como investidores mais inexperientes, com menos experiência de gestão, que investem poucos de seus recursos em *startups* e com pouco envolvimento junto às *startups*. Os *Trader Angels*, por sua vez, caracterizam-se por buscar um grau de investimento

maior tanto em quantidade quanto em valores, com um valor representativo de seu patrimônio investido em *startups*. Por outro lado, os *Trader Angels* possuem um envolvimento limitado junto às *startups* e também visam retornos por um prazo de até 3 anos.

4.1.3 Motivação do Investidor Anjo

De maneira complementar à autoclassificação dos investidores, o levantamento também capturou as principais motivações desses investidores na alocação de recursos em *startups*, das quais as 3 principais foram: potencial de retorno sobre investimento; satisfação em ajudar um empreendedor a ser bem-sucedido; e auxiliar a criação de empregos e contribuir com o ecossistema.

A Tabela 2 relaciona a ordem de prioridade da amostra, onde a menor nota representa a opção escolhida como maior prioridade na motivação da realização do investimento anjo.

Tabela 2 – Motivação de realização do investimento anjo

Prioridade	Motivação	Média
1	Potencial de retorno sobre investimento	2,76
2	Satisfação em ajudar um empreendedor a ser bem-sucedido	3,88
3	Auxiliar na criação de empregos e contribuir com o ecossistema	4,74
4	Contribuir com conhecimento, ideias e recursos financeiros	4,85
5	Diversão por investir em algo inovador	5,3
6	Estar atualizado com o que há de mais inovador	6,27
7	Poder conhecer diferentes pessoas - <i>networking</i>	6,31
8	Desejo de retornar algo para a sociedade/Mercado (<i>give back</i>)	6,79
9	Reconhecimento de mercado	7,63
10	Poder interagir com investidores reconhecidos	8,00
11	Poder contar para amigos e familiares que faz parte de um "clube" seleta que investe em <i>startups</i>	9,46

Fonte: Elaborada pelo autor.

É interessante observar que, para 48% dos respondentes, a primeira opção como motivação ao investir em *startups* é o fator potencial de retorno sobre o investimento, influenciando bastante para que esta fosse a prioridade número 1 da amostra, o que também é observado em Sullivan e Miller (1990). Em seus estudos de *clusters* sobre os investidores anjo, os autores classificam-nos como investidores econômicos, investidores hedonistas e investidores altruístas, e chegam à conclusão de que 47% dos investidores anjo de sua amostra eram denominados investidores econômicos, que são aqueles orientados com maior expectativa de retorno nos investimentos de *startups*.

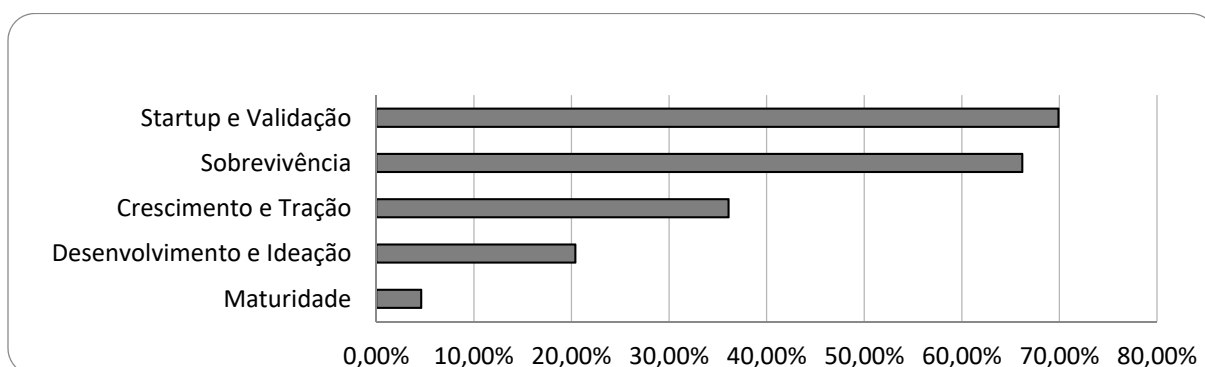
4.1.4 Tese de Investimento

No que tange à Tese de Investimentos, o levantamento permitiu contatar que para cerca de 82 investidores (38,3% respondentes da pesquisa), ela não era clara. No entanto, quando foram questionados os tópicos mais aprofundados sobre variáveis consideradas no momento da decisão de um investimento (estágio de financiamento, tipo de modelo de negócio, setor de atuação e localização), identificou-se que parte relevante dos investidores possuem algumas preferências pessoais para suas tomadas de decisão.

- **Estágio de financiamento e atratividade**

No que tange ao estágio de financiamento e sua atratividade para os investidores respondentes da pesquisa, é possível afirmar que houve grande destaque por parte das organizações que se encontram no estágio de *startup* (69,9%) e no estágio de sobrevivência (66,2%), com menor grau de atratividade para empresas que se encontram no estágio de rápido crescimento (36,1%) e no estágio de desenvolvimento (20,4%), restando apenas a opção de estágio de maturidade (4,6%) como a menos escolhida, conforme demonstra a Figura 8, a seguir.

Figura 8 – Atratividade da *startup* para investimento, conforme fase do ciclo de vida



Fonte: Elaborada pelo autor.

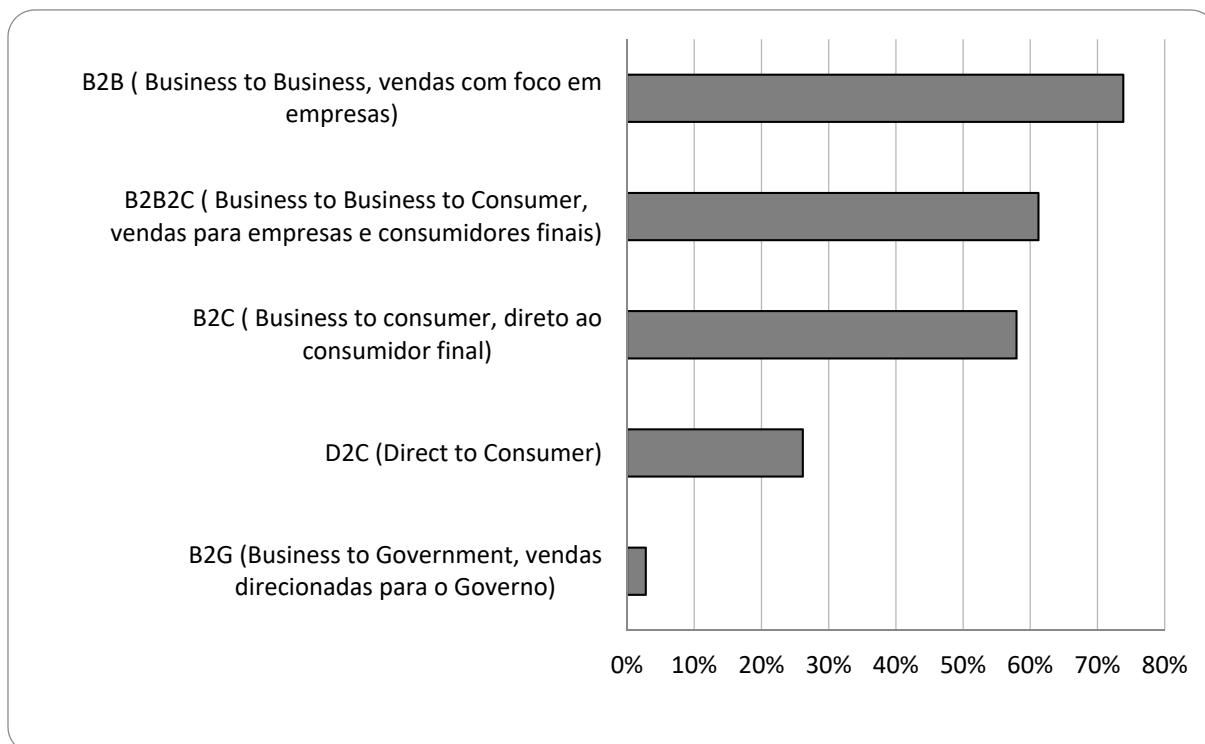
Os números constatados permitem refletir sobre o fato que a maior parte dos investidores anjo mostra-se propensa a investir em negócios em que já haja alguma validação mínima em termos de faturamento, mas, por outro lado, observou-se que 20,4% dos investidores sentem-se atraídos por investir em uma *startup* que esteja em fase de desenvolvimento, ainda sem faturamento. Esse dado chama atenção pois, segundo Leach e

Melicher (2012), na fase de desenvolvimento, a *startup* ainda não está devidamente formalizada e, geralmente, é o período em que fundadores fazem suas pesquisas de viabilidade de negócio. Dessa forma, traz ao autor deste trabalho o questionamento sobre o apetite ao risco do investidor anjo brasileiro indo além do que seria naturalmente esperado, dado que o *seed financing*, normalmente, é a primeira fase de financiamento de uma *startup* e, em geral, ocorre a partir do momento em que a *startup* começa a faturar.

- **Modelo de negócio**

No que tange ao modelo de negócio, notou-se uma preferência por parte dos participantes da pesquisa por vendas B2B (74%) e B2B2C (61%) dentre todas as opções disponibilizadas (Figura 9). Isso corrobora o ponto de vista do autor de que os negócios do tipo B2B e B2B2C tendem a exigir menor quantidade de capital, o que acaba impactando *valuations* menores pelo fato de a natureza de modelos de negócios B2C ou D2C, principalmente, terem necessidade de capital mais elevado para trabalhar a questão de aquisição e de retenção de clientes com custos de operação. Assim, naturalmente, modelos de negócio B2B tendem a ser mais acessíveis aos investidores, com menor risco de captação, dado que quanto maior for o capital exigido, maior será o esforço de captação e o apetite a risco, bastante identificado em modelos B2C e D2C.

Em relação aos modelos B2G, que abrangem menos de 2,8% da preferência dos entrevistados, parecem estar intimamente relacionados a questões tanto culturais quanto do marco legal das *startups*, em que as iniciativas do Governo para inovação junto às *startups* ainda estão caminhando, sendo bastante trabalhada a questão da segurança jurídica. A evolução do marco legal de *startups* e o advento de maior segurança jurídica permitem visualizar uma avenida de oportunidade nesse seguimento, podendo atrair investidores para esse tipo de modelo de negócio. É natural, inclusive, considerar que, historicamente, no Brasil, a quantidade de escândalos de corrupção envolvendo a relação do governo com empresas privadas é um fator que pode impactar negativamente e, inclusive, pode afastar os investidores anjo do segmento.



Fonte: Elaborada pelo autor.

- **Preferências por setores da economia para investimentos**

No que tange às preferências por setores da economia para investimentos, o estudo demonstrou que metade dos respondentes (50%) não possui nenhuma preferência específica por setor e, dos que possuem uma tese de investimentos bem definida, percebeu-se que pelo menos 4 setores destacaram-se: *fintech* (63,0%), *healthtech* (45,4%), *edtech* (43,5%) e *Agritech* (41,7%) (Tabela 3), notando-se preferência maior por *fintechs*. No APÊNDICE 1, é possível avaliar todos os setores identificados na pesquisa.

Tabela 3 – Setores preferidos pelos investidores anjo

Setor	Quantidade de investidores interessados
<i>Fintech</i>	67
<i>Healthtech</i>	48
<i>Edtech</i>	47
<i>Agriotech</i>	45
Energia	31
<i>Retailtech</i>	31
<i>Foodtech</i>	29
<i>Construtech</i>	23
<i>Marketing</i>	20
<i>Pets</i>	20
<i>Adtech</i>	18
Bem-estar	18
<i>Logtech</i>	18
Mobilidade	18
<i>Biotech</i>	17
<i>Hrtech</i>	17

Fonte: Elaborada pelo autor.

- **Intenção de investimentos e preferência por localização**

No que tange à intenção de investimentos e à preferência por localização da *startup* a ser investida, nota-se que 85,5% dos respondentes não possuem nenhuma preferência em relação à localização da *startup* para realizar o aporte. Por outro lado, do restante (14,5%), nota-se uma preferência maior pelos seguintes Estados: São Paulo (87%), Santa Catarina (19%), Paraná (12,9%), Rio de Janeiro (12,9%), Minas Gerais (9,6%) e Rio Grande do Sul (9,6%), conforme apresentado na Tabela 4. O APÊNDICE 3 apresenta o número equivalente a todos os Estados.

Tabela 4 – Preferências do investidor quanto à localização da investida

Estado	Frequência de preferências
SP	27
SC	6
PR	4
RJ	4
MG	3
RS	3
GO	2
MS	2

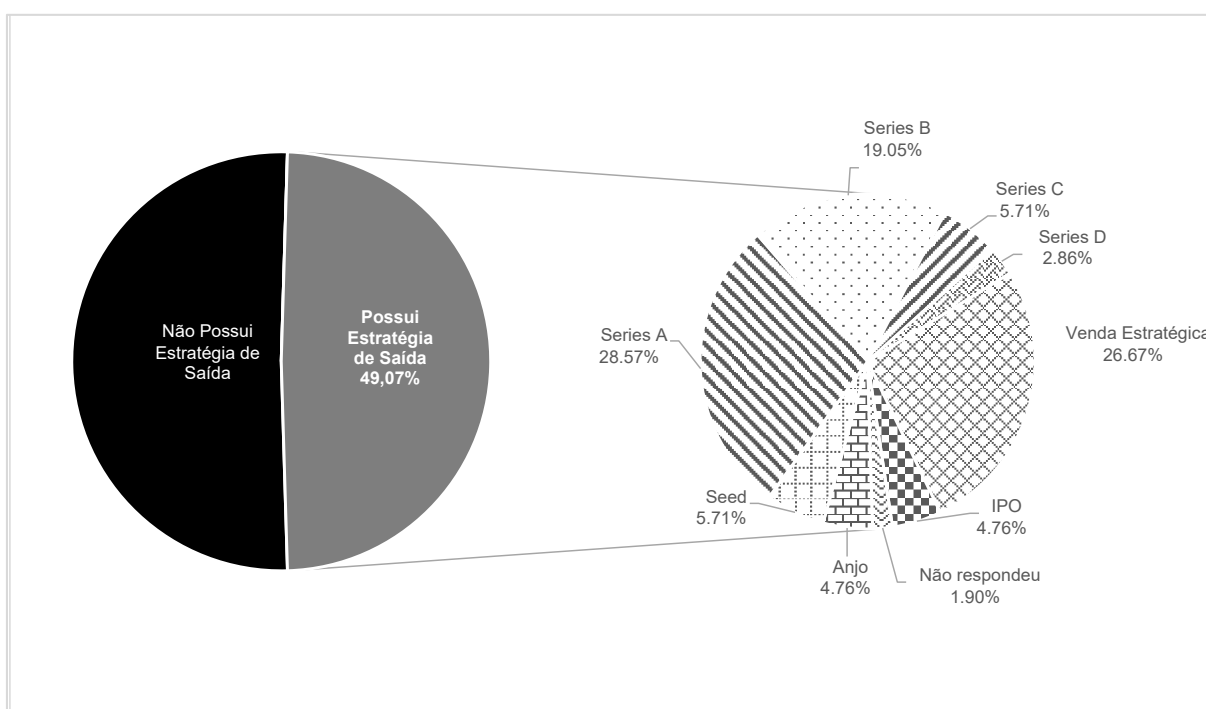
Fonte: Elaborada pelo autor.

O fato de 85,5% dos investidores entrevistados não ter nenhuma preferência em relação à localização das *startups* é um fator que se destaca quando se observa relatos científicos como os consultados no referencial teórico, os quais descrevem que a maioria dos investidores anjo prefere investir em *startups* próximas de suas casas ou escritórios. Nestes estudos, o que foi observado foi que, em média, mais de 50% dos investidores preferem investir em empresas próximas de suas residências ou escritórios (MORRISSETTE, 2007).

- **Estratégias de *follow on* de investimentos**

No que tange às estratégias de *follow on* de investimentos, cerca de 46% dos participantes alegaram não possuir nenhuma. Ou seja, boa parte dos investidores não possui ou não parece se preparar para este momento nas rodadas subsequentes que as *startups* possam vir a ter no futuro. Quando questionados sobre possuir uma estratégia de saída de seus investimentos, 50,93% dos respondentes também declaram não ter nenhuma estratégia de saída (*exit*) clara de seus investimentos (Figura 10). Isso leva a crer que ainda há espaço entre os investidores para trabalharem suas teses, de forma que possam ter maior controle sobre as possibilidades em relação ao que esperar dos seus investimentos ao invés de simplesmente aportar seus recursos a espera de algum resultado.

Figura 10 – Preferência de saída (*exit*) do investidor por estágio de financiamento



Fonte: Elaborada pelo autor.

- **Estratégia de saída de investimentos**

No que tange à estratégia clara de saída de seus investimentos, os investidores destacam o fato que mais de 53,3% dos investidores possuem a prática de vender suas participações nas fases das séries *Seed* (5,71%), série A (28,5%) e série B (19,5%). Tal fato reflete que, eventualmente, estes investidores busquem retornos em prazos mais curtos e, também, com retornos sobre investimento anuais mais alavancados, visto que na medida em que a empresa vai crescendo, espera-se que seu ritmo de crescimento decresça em relação ao que se observa em estágios iniciais de operação, quando a empresa cresce de forma muito mais significativa, até mesmo pelo fato de suas bases de comparação de receita serem naturalmente menores.

- **Expectativa de vendas de participação**

Outro ponto que se destacou neste estudo foi que boa parte dos investidores (26,6%) também possui uma expectativa significativa de vender suas participações apenas quando a *startup* passa por uma venda estratégica, enquanto apenas 4,76% imaginam levar suas posições até o momento do IPO.

- **Modelo de investimento**

No que tange ao modelo de investimento preferido pelos investidores anjo, constatou-se a decisão em grupo via mútuo conversível, sendo a decisão individual de investimento via mútuo a segunda opção mais votada. A Tabela 5 apresenta as principais preferências dos investidores ao aportar em uma *startup*.

Tabela 5 – Preferências dos investidores por modelo de investimento

Modelo	Respondentes	% das preferências
Decisão em grupo via Mútuo Conversível	162	76%
Decisão individual via Mútuo Conversível	115	54%
Via Fundo de <i>Venture Capital</i>	58	27%
Via participação acionária diretamente	49	23%
SPE (Sociedade de Propósito Específico)	45	21%
Via <i>Crowdfunding</i>	44	21%

Fonte: Elaborada pelo autor.

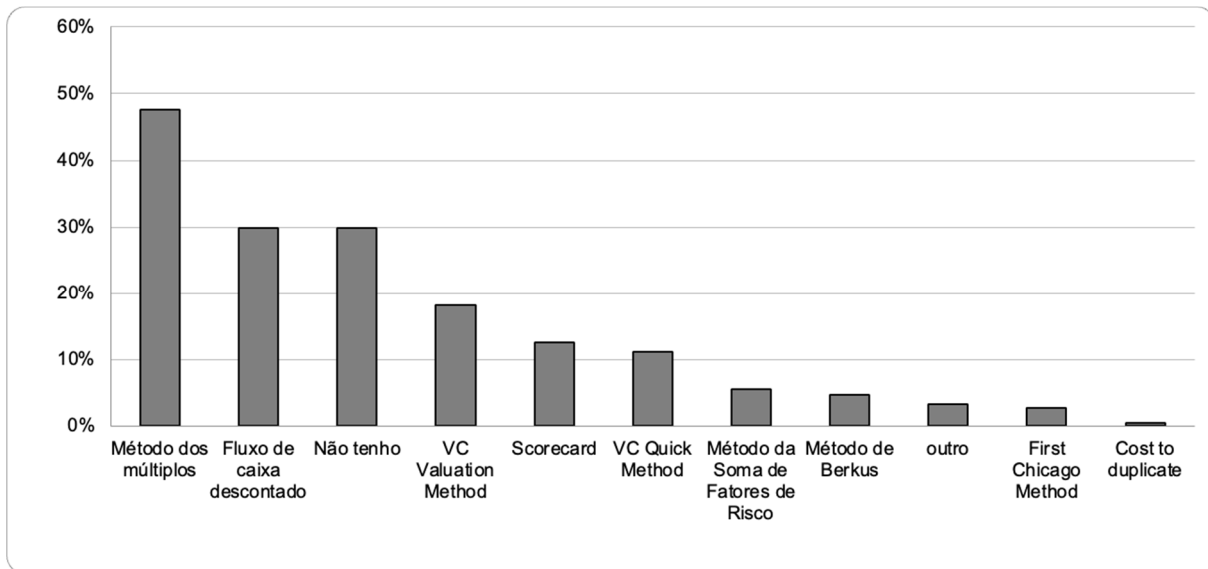
Tais preferências convergem com as características dos grupos entrevistados que, em sua maioria, fazem parte de grupos de investidores anjo e, comumente, as *startups* que costumam se apresentar para estes grupos costumam fazer captação de recursos via mútuo, num instrumento de dívida conversível. Era esperado que os entrevistados também preferissem investir em grupo, uma vez que fazem parte de redes de anjos, onde as pessoas juntam-se com o fim de unir forças para investir em *startups*.

4.1.5 Método de *Valuation* (Avaliação) de *Startups*

Um dos tópicos que pode ser considerado mais importantes para um investidor anjo é o método de *valuation* (avaliação) de uma *startup* a respeito de seu valor. Em uma primeira análise, chama a atenção o fato de:

- 30% dos entrevistados não terem um método para realizar essa avaliação;
- 48% dos investidores entrevistados preferem o método dos múltiplos;
- 30% dos investidores entrevistados preferirem o fluxo de caixa descontado que, coincidentemente, são os métodos utilizados com mais frequência ao avaliar as *startups* mais maduras.

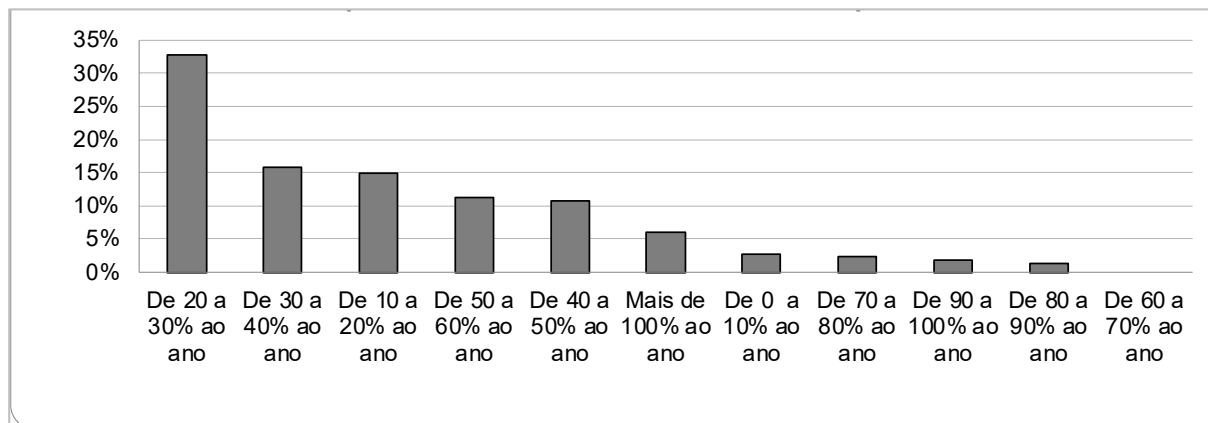
Metodologias como *VC valuation method*, *VC quick Method*, *Scorecard* e outras, apesar de estarem mais relacionados a modelos de negócio do tipo *startup*, são as menos utilizadas por estes investidores. A pouca adesão dos investidores ao uso de metodologias mais relacionadas às *startups* levanta a hipótese de que talvez haja uma oportunidade de aprofundamento do tema junto a esta população (Figura 11). É possível questionar, inclusive, se o nível de maturidade do ecossistema de investidores anjo brasileiro não é ainda maduro o suficiente para estes tipos de avaliações.

Figura 11 – Modelo de *valuation* de *startup*

Fonte: Elaborada pelo autor.

- **Expectativa de retorno sobre investimento**

No que tange à expectativa de retorno sobre investimento ao ano ao investir em *startup*, o que se observou foi que a maior parte dos investidores possui expectativa de retorno sobre investimento entre 10% e 40%, conforme demonstra a Figura 12.

Figura 12 – Expectativa de retorno sobre investimento ao ano ao investir em *startups*

Fonte: Elaborada pelo autor.

As expectativas do investidor anjo de retorno sobre investimento convergem para o que foi visto nos estudos de Morrissette (2007), que relatam ser de um retorno variando, em média, entre 25 e 35% ao ano. Entretanto, segundo Titman (2012), o retorno de 30% a 40% ao ano é algo que se espera de uma *startup* mais madura, que se encontra em uma fase de

escala ou de crescimento, ao mesmo tempo em que um retorno de 20 a 30% ao ano é mais esperado para aquelas empresas que se encontram em estágio pré-IPO, num estágio mais maduro.

Dessa forma, a reflexão deve ser feita a respeito dos mercados em que estes investidores atuam. Na percepção do autor, o mercado europeu e o americano tendem a se diferenciar a respeito de suas expectativas de retorno, sendo que o mercado brasileiro se aproxima mais da realidade observada na Europa, conforme relata Morrissette (2007).

4.1.6 Critérios de Avaliação de Investimento

Este trabalho levantou os principais tópicos de avaliação de uma *startup*, segundo a ótica de Metrick e Yasuda (2010), e categorizou aqueles que os investidores enxergam como sendo de maior peso ou que dão mais prioridade no momento de avaliação.

A pesquisa classificou, por meio de um *ranking*, qual o critério mais importante, sob a ótica do investidor, para a tomada de decisão de investimento. A menor média reflete a tendência de um critério ser mais relevante em relação aos demais. Dessa forma, os 3 critérios que mais se destacaram foram: qualidade do time fundador (1,64); tamanho de mercado (3,43); e qualidade do produto (5,58), conforme demonstra a Tabela 6.

Tabela 6 – Relevância dos critérios de avaliação de *startups*

Prioridade	Critério	Média
1	Qualidade do time fundador	1,64
2	Tamanho de mercado	3,43
3	Qualidade do Produto	5,58
4	Concorrência de mercado	6,92
5	Clientes atuais	6,94
6	Experiência do empreendedor	7,24
7	Tipo de tecnologia	7,44
8	Potencial de retorno sobre investimento	8,19
9	Entusiasmo do empreendedor	8,50
10	Canais de vendas	9,00
11	Parcerias estratégicas existentes	9,37
12	Nível de confiança do empreendedor	9,57
13	Termos de negociação de contrato de investimento	10,36
14	Recursos financeiros	10,77

Fonte: Elaborada pelo autor.

O que chamou a atenção do autor foi que, apesar de os 3 principais critérios de avaliação serem bastante alinhados com o que foi observado pela aceleradora *500 Startups*

(qualidade do time fundador, tamanho de mercado e qualidade do produto), a principal motivação do investimento anjo, que é o potencial de retorno sobre o investimento, segundo a pesquisa, encontra-se na oitava posição do *ranking*.

4.1.7 Análise do *Term Sheet* (Termo de Negociação)

O *Term Sheet* (Termo de Negociação) foi um dos temas explorados no questionário que também mediu o *ranking* de prioridade do investidor na avaliação dos termos jurídicos e contratuais da efetivação do investimento em uma *startup*. Os fatores colocados como referência foram os principais identificados entre as redes de anjo, com as quais o autor possui conexão.

A Tabela 7, a seguir, apresenta as principais prioridades dos investidores na análise das cláusulas contratuais, dentre as quais se destacam, principalmente, a dedicação exclusiva do *founder* para o empreendimento, a *tag along* e a *drag along*. As menores médias, referem-se às atividades mais prioritárias, enquanto as maiores, aos termos posicionados com menor prioridade em relação aos demais.

Tabela 7 – Relevância dos termos de negociação de investimento em *startup*

Prioridade	Termo de negociação	Média
1	Atividades dos <i>founders</i> - 100% de dedicação do <i>founder</i> para a <i>startup</i>	3,65
2	<i>Tag Along</i>	3,68
3	<i>Drag Along</i>	4,44
4	<i>Lock Up</i>	5,33
5	Non-compete	6,08
6	Anti-diluição	6,09
7	Preferência de Liquidação	6,20
8	<i>Vesting</i> dos fundadores	6,98
9	<i>Employee Equity Pool</i> de colaboradores	7,58
10	Assento em conselho de administração	7,81
11	<i>Non Solicitation</i>	8,17

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota-se que a principal preocupação dos investidores recai sobre as atividades do empreendedor, o que leva a crer que o foco e a energia do empreendedor direcionadas à *startup* devem ser totais, sob pena de esse termo interferir, inclusive, na Tese de Investimento ao passo que restringe a atuação do empreendedor, não permitindo que se envolva com outras iniciativas.

4.1.8 *Due diligence*

A *due diligence* é uma etapa fundamental para que os investidores entendam os principais riscos dos investimentos e, também, o momento em que se identifica eventuais sinais que a *startup* é (ou não) um bom negócio para receber investimento. Sob este ponto de vista, questionou-se quais termos são avaliados pelos investidores, conforme demonstra a Tabela 8, antes da realização dos investimentos. Dois tópicos destoaram em relação ao restante das opções, sendo a *due diligence* financeira (69,9% dos investidores) e a legal (66,7% dos investidores) as mais importantes para se entender os principais riscos de investimento na *startup*.

Um dos pontos que chamou a atenção do autor foi o fato de cerca de 14,8% dos investidores não realizarem nenhum tipo de *due diligence* das atividades da *startup*. Além disso, apenas dois tipos de atividades de *due diligence* obtiveram a preferência de mais da metade dos investidores, o que demonstra a oportunidade de aperfeiçoamento profissional desses investidores para aperfeiçoarem suas análises visando mitigar riscos (Tabela 8).

Tabela 8 – Tipos de *due diligence* mais praticadas por investidores

Atividade	%
Financeira	69,90%
Legal	66,70%
Clientes	48,10%
Contábil	47,20%
Trabalhista	47,20%
Tecnológica	46,30%
Criminal	33,30%
Fornecedores	20,40%
Não realizou	14,80%
Outros	2,30%

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.1.9 Levantamento do Conhecimento sobre o Marco Legal das *Startups*

Um dos tópicos que tem se destacado no ecossistema das *startups* é o marco legal das *startups*, que estabelece uma série de regras visando regularizar a prática do investimento anjo e identificar quais empresas são *startups* a fim de legitimá-las a determinados benefícios. Nesta pesquisa, foi feito um levantamento do conhecimento dos investidores sobre o tema e constatou-se que 38% dos respondentes não dominavam os tópicos em que são discutidos o marco legal das *startups*.

A falta de conhecimento a respeito do marco legal das *startups* e seus impactos traz uma oportunidade ainda não mapeada por estes investidores quanto a uma série de benefícios que eles poderiam ter ao aderirem ao investimento anjo.

Uma das principais vantagens do marco legal é regularizar a possibilidade de os investidores anjo aportarem seus recursos em *startups*, enquanto elas assim o forem, e não necessariamente serem considerados sócios (ter participação no capital social), o que é positivo sobre o ponto de vista de não serem considerados solidários, não lhes cabendo as obrigações trabalhistas da empresa, por exemplo. Dessa forma, o investidor poderá colher frutos da valorização da *startup*, porém evitando riscos jurídicos. Por outro lado, vale ressaltar que ao não serem considerados sócios, estes investidores não teriam direito a voto nas decisões estratégicas da empresa, porém poderiam ser acionados como consultores consultivos pela *startup*, a fim de colaborar com seu desenvolvimento.

Por fim, pelo fato de os investidores anjos não terem ciência do marco legal, eles também deixam de perceber que este é um aspecto fundamental para que as regras sejam flexibilizadas pelo Estado para que os Governos possam usufruir de inovações e de novos modelos de negócio. Dessa forma, o Estado poderá contar com novas alternativas para aumentar sua produtividade via inovação e ainda gerar um impacto social à população, sem mencionar a possibilidade de surgir uma nova frente de receita para as *startups* e para os modelos de negócios inovadores, o que é positivo sob a ótica dos investidores.

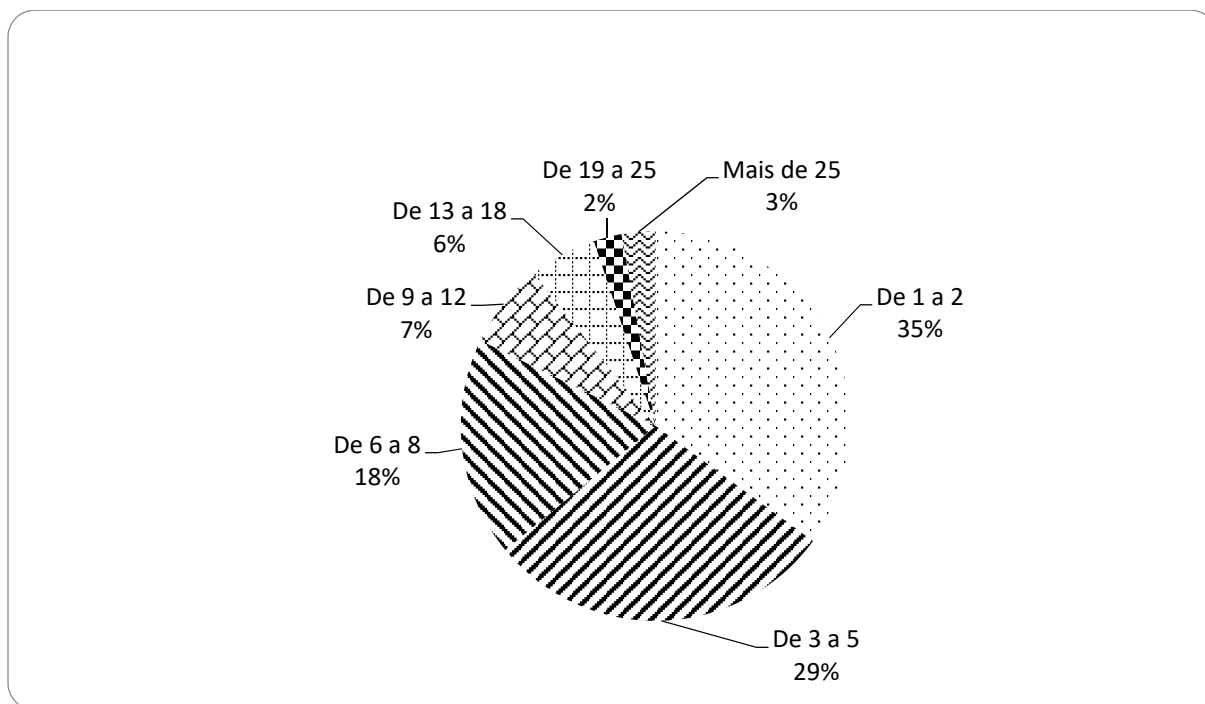
4.2 PERFIL DOS INVESTIMENTOS DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL

No que tange à quantidade de *startups* nas quais os investidores anjo investiram ao longo da sua jornada, a pesquisa demonstrou que aproximadamente 64% dos respondentes comprometeram-se com 1 a 5 *startups*, com um número decrescente de investidores a partir de 6 *startups*, alterando de forma inversa, ou seja, na medida em que aumenta o número de *startups* investidas, diminui o número de investidores anjo, conforme demonstra a Figura 13.

A quantidade média de *startups* investidas no portfólio de um investidor anjo constatada em outros mercados é de 3 *startups* por investidor, de forma que cada novo investimento realizado aconteça numa periodicidade de 18 a 24 meses (MORRISSETTE, 2007). Neste contexto, os números apresentados na amostra são semelhantes aos constatados na Inglaterra e Estados Unidos, principalmente se considerado que a maioria dos participantes da pesquisa faz parte de redes de investidores anjos cuja existência ainda é bastante recente. As redes Poli Angels e FEA Angels, por exemplo, foram fundadas no final de 2018, e

representaram praticamente 45% da amostra, sendo que boa parte das outras redes de anjos também foi criada em períodos muito próximos.

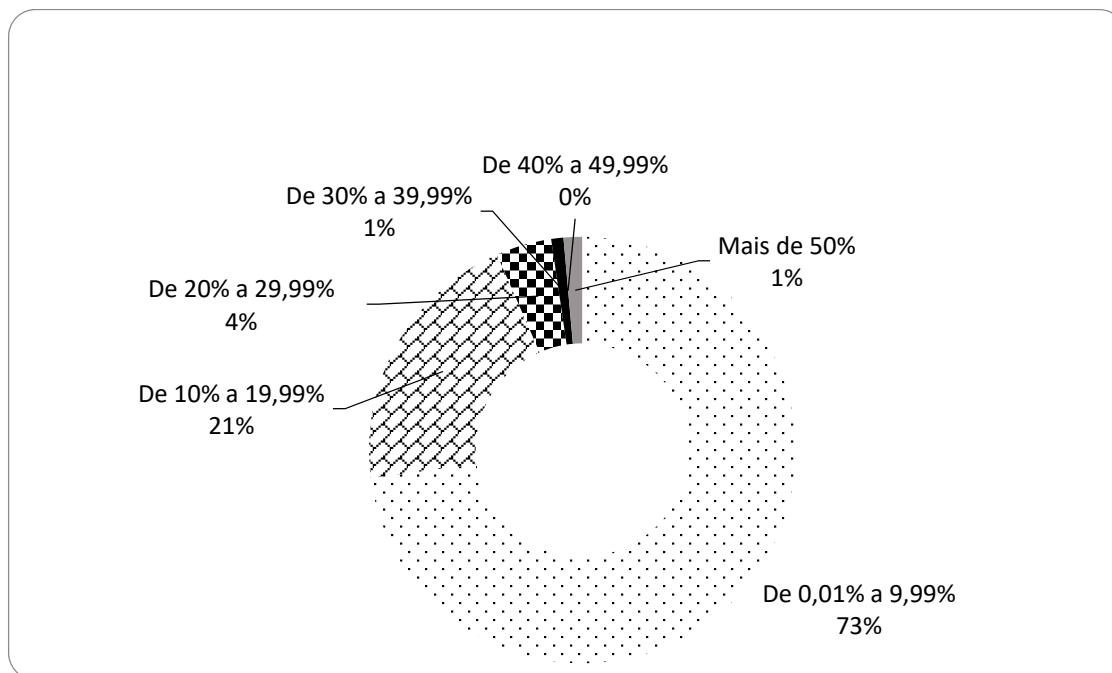
Figura 13 – Quantidade de *startups* em que cada respondente já investiu



Fonte: Elaborado pelo autor.

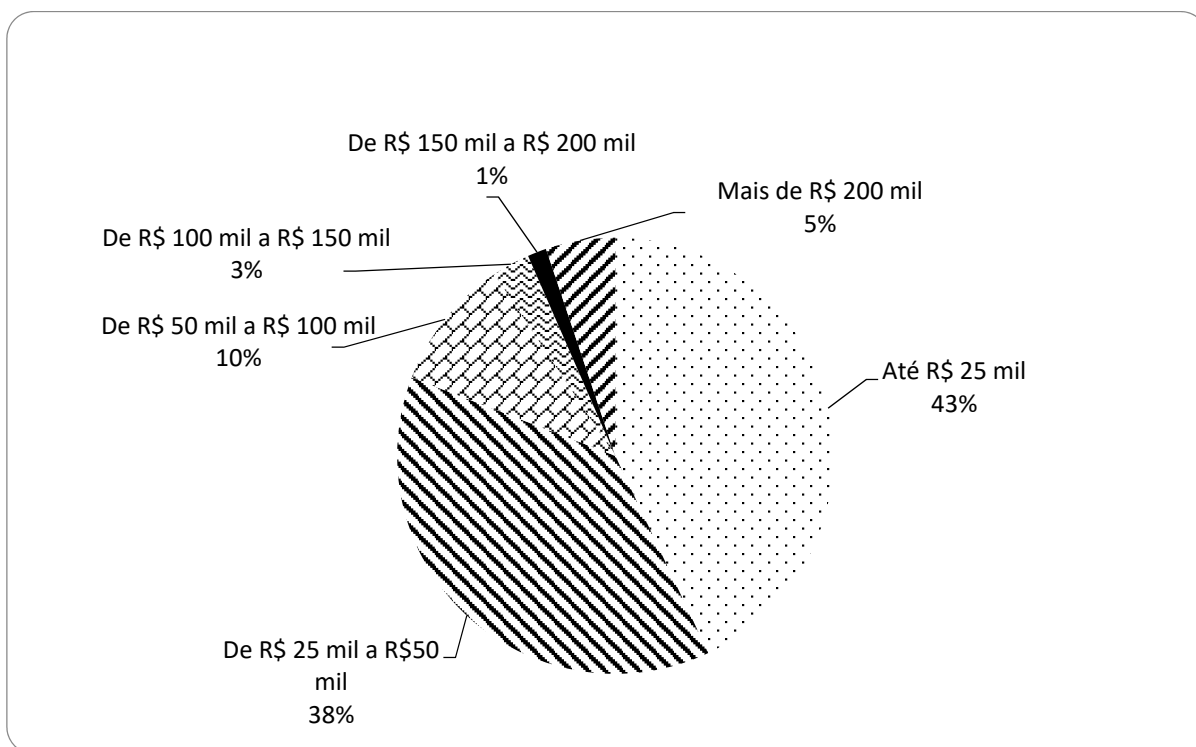
No que tange à alocação do patrimônio na classe de ativos de risco como o *Venture Capital* via investimento anjo, 72,9% dos respondentes declararam não investir mais do que 9,99% de seu patrimônio em *startups*, havendo pouquíssimos casos em que o investidor afirmou ter investido mais de 50%. No caso da amostra, é algo próximo a 1,4% dos respondentes (Figura 14).

Tal número é condizente com o observado no referencial teórico, dado que a prática recomendada para investidores anjo é não investir mais de 10% de seu patrimônio líquido em *startups* (ROSE, 2014). Se considerados também os investidores que aportam até 19,99% de seus recursos em *startups*, obtém-se um total de 93,5%, o que também vai de encontro ao estudo de Morrissette (2007), que estabelece que um investidor anjo típico aloca de 5% a 20% de seu capital em financiamento de novas *startups*.

Figura 14 – Porcentagem do patrimônio dos respondentes destinada a investimento em *startups*

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que tange ao *ticket* médio de investimento por *startup* por investidor anjo, a pesquisa demonstrou que há uma concentração relevante de investimento de até R\$ 25 mil por *startup*, representando 43% dos respondentes. Além disso, outra grande parte também relatou um *ticket* médio de investimento por *startup* no valor entre R\$ 25 mil e R\$ 50 mil, o que corresponde a 37,9% dos respondentes. Quando somados, cerca de 80,9% dos participantes da pesquisa buscaram investir até R\$ 50 mil por *startup* (Figura 15).

Figura 15 – *Ticket* médio de investimento por *startup*

Fonte: Elaborada pelo autor.

Numa breve análise em relação ao *ticket* médio, tendo como base o referencial teórico levantado, constatou-se que, diferentemente do que se observa em outros mercados, o brasileiro parece ter uma tendência a possuir *tickets* médios bem mais modestos quando comparados com os de outros lugares no mundo. No entanto, é importante levar em conta também o efeito do câmbio nesta análise, visto que o estudo considerou aportes em reais. Morrissette (2007), por exemplo, afirma que 40% dos aportes realizados por investidor anjo em *startups* compreendem valores que variam entre US\$ 25 mil e US\$ 99 mil, ou seja, valores bastante expressivos e bastante distintos dos observados na amostra deste estudo.

Ao mesmo tempo em que foram levantados aspectos como quantidade de *startups* investidas, percentual do patrimônio dedicado às *startups* e seu *ticket* médio, o questionário também buscou entender se os investidores participantes da pesquisa colocavam-se em uma posição de *smart money* em relação aos seus investimentos. Quanto a isso, o que se constatou foi que do total dos investidores anjo respondentes, cerca de 84% se auto intitulavam pertencentes à categoria de *smart money*, o que é condizente com o que a literatura internacional prega, visto que, normalmente, investidores anjo são considerados fontes para aportar conhecimento e *networking* aos negócios de suas investidas (MORRISSETTE, 2007).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo identificar as práticas de investimento anjo realizadas no Brasil, tendo como base as melhores práticas de investimento ao longo da jornada do investidor anjo realizada na Inglaterra e nos Estados Unidos por investidores anjo, por fundos de *Venture Capital* e por agentes do ecossistema empreendedor, a partir das evidências empíricas apresentadas na literatura de *Entrepreneurial Finance*.

Considerando o início da jornada do investidor anjo, o estudo partiu, primeiramente, do levantamento de suas características e destacou que grande parte das atividades desempenhadas pelos investidores anjo brasileiros assemelha-se ao que é observado na Inglaterra e nos Estados Unidos.

O perfil demográfico da amostra revelou um ambiente predominantemente masculino, com faixa etária entre 36 e 55 anos, com participação nas principais redes de investidores anjo do país e uma tendência a possuírem até 5 *startups* em seus portfólios de investidas, o que é condizente com o que se observa fora do Brasil, porém abre a possibilidade de o ecossistema brasileiro ainda estar em construção.

Em segundo lugar, investigou-se a exposição a risco. A amostra revelou que a maior parte dos investidores possui uma alocação de patrimônio investido que converge para o que foi observado por Morrissette (2007), algo entre 5 e 20% do patrimônio líquido dos investidores, com casos mais raros de alta exposição (acima de 50% do patrimônio). Um fator que chamou a atenção, entretanto, foi que a maior parte dos investidores investe um valor significativamente inferior em cada *startup* em comparação com o que foi constatado na Inglaterra e nos Estados Unidos, seja pelo efeito da taxa de câmbio, seja em termos absolutos. A maior parte dos investidores anjo brasileiros tende a investir, no máximo, até R\$ 50 mil por *startup*, enquanto o que se constata no exterior, principalmente na Inglaterra e nos Estados Unidos, é que os valores variam entre US\$ 25 mil e US\$ 90 mil por *startup*.

Constatou-se, inclusive, que a decisão de investimento é motivada, prioritariamente, pelos altos retornos financeiros. Ao explorar este tópico, destacou-se que 46% da amostra acredita em um retorno sobre investimento entre 20% e 40% ao ano, o que é semelhante ao observado por Morrissette (2007) e diferente do relatado por Titman (2012), o qual estabelece que, nas fases iniciais, o retorno pode ser algo entre 50 e 100% ao ano. Isso demonstra que ainda há muito a ser explorado junto à comunidade de investidores anjo quanto às reais expectativas que podem ser esperadas de um investimento anjo.

Um ponto relevante do estudo foi que o investidor anjo brasileiro demonstra se reconhecer, de fato, como *Smart Money*. Uma parte significativa da amostra complementou este julgamento, autodeclarando ter um perfil de *real business angel* ou de *analyst*, que são os perfis de investidores anjos que buscam agregar não só capital financeiro, mas também intelectual e social para operar suas investidas. A motivação dos investidores anjo para aplicar seus recursos em empreendimentos, segundo motivo após o retorno financeiro, consistiu na satisfação em contribuir com empreendedores para serem bem-sucedidos e, também, em auxiliar na criação de empregos e na construção de um ecossistema melhor. Essas motivações convergem com o que foi observado na Inglaterra e Estados Unidos.

Em seguida, abordou-se o acesso às *startups* denominado *deal flow*, que diz respeito a como as *startups* chegam até esses investidores anjo para receberem os aportes. Neste âmbito, destacou-se o papel das redes de investimento anjo como a principal fonte de geração de oportunidades de investimentos, sendo acompanhada de perto também por indicações de amigos e, também, pela própria prospecção ativa do investidor anjo. O que se observa na Inglaterra e Estados Unidos é que grande parte dos investimentos surge por indicação de amigos ou de colegas de trabalho. Talvez essa diferença seja percebida pelo fato de a maior parte da amostra ter sido composta por participantes das principais redes de investidores anjo do Brasil.

A decisão de investimento consiste no alinhamento da *startup* com a Tese de Investimento do investidor anjo. Nesse sentido, esta se distingue no estudo, pois mostra que quase 40% deles não tinham uma tese clara, embora seja possível ver a preferência desses investidores por investir em *startups* em alguns estágios específicos de crescimento e até por modelos de negócio (ex: B2B). O que diferencia bastante o investidor anjo brasileiro dos investidores de outras localidades é o fato que parece não haver uma tendência maior em investir em *startups* que estejam localizadas próximo às residências ou aos escritórios desses investidores, algo que foi observado em estudos realizados na Inglaterra e Estados Unidos.

No âmbito dos critérios de avaliação mais qualitativos de uma *startup*, foi possível constatar um alinhamento com o que se observa no mercado de forma geral, onde, na avaliação dos investidores, estabeleceu-se um peso relevante para fatores como qualidade do time fundador, tamanho do mercado e a qualidade do produto.

Um dos pontos de atenção em relação aos investidores anjo brasileiros é que boa parte não tem uma estratégia clara de *follow on* dos investimentos em *startups*, assim como também não possui clareza quanto ao momento em que pretendem realizar a saída de seus investimentos.

Houve uma clara percepção de interesse no investimento anjo, porém se observou que as estratégias de saída desses investidores não são tão evidentes. Ao mesmo tempo em que não há evidência de os investidores possuírem essa estratégia clara, constatou-se que há uma tendência a se desfazer desses investimentos em rodadas de série A e B, que tendem a acontecer em prazos mais curtos quando comparada com um ciclo completo do investimento anjo ao IPO.

A avaliação do valor das *startups* é um tópico que também trouxe à pesquisa a dúvida sobre o quão preparados os investidores anjo brasileiros estão para entender qual o real valor de uma empresa deste tipo. Notou-se que cerca de 30% dos investidores não aplicam nenhuma metodologia de *valuation*. Dos que a aplicam, predominou a metodologia de avaliação consolidada nos mercados maduros como método dos múltiplos e fluxo de caixa descontado, com a menor parte desses investidores aplicando metodologias mais reconhecidas no meio de *Venture Capital*.

Além dos critérios de avaliação, em relação ao *Term Sheet* (Termo de Negociação), contatou-se uma grande preocupação por parte dos investidores com tópicos como 100% de exclusividade do empreendedor à sua empresa, bem como com as cláusulas de *drag along* e de *tag along*, as quais, naturalmente, tendem a ser os principais pontos de avaliação.

Por fim, não se pode deixar de citar os principais tópicos de preocupação dos investidores em *due diligence* dos investimentos. O que se observou foi muita apreensão em relação às questões financeiras e às legais para a tomada de decisão de investimento com outros fatores bastante relevantes, não tendo o mesmo peso, como avaliação de clientes, questão trabalhista, contábil, tecnológica, criminal e outras.

Ao analisar a pesquisa como um todo, é possível afirmar que ainda há muito espaço para desenvolver o ecossistema de investimento anjo brasileiro, bem como para aprofundar temas como retorno sobre investimento, metodologias de avaliação de *startup*, critérios de avaliação e *due diligence*, com o objetivo de tornar o investimento anjo mais profissional e com riscos mitigados. O marco legal, naturalmente, deverá trazer mais segurança jurídica para a prática deste investimento e deverá trazer mais incentivos para que este mercado venha a se desenvolver nos próximos anos. É evidente que, no Brasil, há uma oportunidade para desenvolvimento de redes de anjos, de tal forma que terão papel fundamental neste amadurecimento no ecossistema.

De maneira conclusiva, neste estudo estabelece-se a necessidade de uma proposição de um manual do investidor com o intuito de guia-lo na prática do investimento anjo observando

os principais aspectos que deveriam ser considerados ao realizar investimentos em startups. Neste contexto, coloca-se a importância da análise de aspectos como entendimento do ciclo de vida e jornada de financiamento das startups, os modelos de investimentos, as reflexões a respeito do perfil do investidor, suas motivações e tickets de investimento, o papel do investidor anjo, a construção de teses de investimento e aprimoramento das práticas de due diligence a serem aplicadas durante o processo de investimento.

5.1 LIMITAÇÕES

As principais limitações do estudo remontam aos aspectos de caráter quantitativo da pesquisa, a qual contou com a participação de apenas 214 respostas válidas contando com uma maior participação de redes como FEA Angels, Poli Angels, GV angels e Anjos do Brasil, sendo crível que ainda há milhares de investidores anjo no país, os quais também podem atuar não só por meio de redes de investidores anjo, como também individualmente. Além disso, a maioria dos respondentes da pesquisa é residente no Estado de São Paulo, o que pode não refletir a realidade brasileira como um todo.

A natureza quantitativa do estudo também acabou impactando o estudo, ao passo que limitou o escopo de eventuais descobertas de caráter qualitativo, que poderiam ter contribuído com descobertas a respeito do tema. Além disso, pelo fato de o tema desse trabalho ter uma natureza dinâmica, contando com diversas mudanças em espaços relativamente curtos de tempo, acaba exigindo que mais estudos venham a ser realizados de forma recorrente para identificar as práticas e as mudanças que podem vir a acontecer no mercado abrindo espaço, inclusive, para estudos futuros a serem desenvolvidos num eventual doutorado sobre o tema.

Além disso, o *framework* criado pelo autor ainda não foi testado o que abre uma oportunidade para aplicá-lo, posteriormente, para validar sua efetividade de fato.

5.2 CONTRIBUIÇÕES

As contribuições para a prática do investimento anjo, assim como as contribuições teóricas são muito diversas. A começar que esta pesquisa se trata do primeiro estudo científico brasileiro a tratar de investimento anjo brasileiro identificando as práticas realizadas no mercado brasileiro.

De forma detalhada, identificou-se uma grande oportunidade de tornar o investimento anjo mais diverso com inclusão de mais mulheres nessa prática que ainda é dominada por homens. Destaca-se, inclusive, o papel fundamental das redes de investimento neste movimento, bem como no fomento do investimento anjo e na curadoria das *startups* para proporcionar oportunidades de investimento mais adequadas para os investidores anjo.

O estudo permitiu constatar que o ecossistema brasileiro de investimento anjo ainda está amadurecendo quando comparado com o que é observado mundialmente, principalmente, quando se trata de *ticket* médio de investimentos por *startup*, bem como a própria preparação dos investidores nas domadas de decisão de investimento. É notório que há uma frente a ser desenvolvida na capacitação dos investidores anjo por meio de treinamentos para abordar temas como: modelos de avaliação de *startups*, construção de teses de investimento, alinhamentos a respeito de expectativa de retorno sobre investimento, bem como a própria estratégia de investimento em *startups*.

Outro fato relevante que deve ser atentado é a questão de conhecimento a respeito de práticas de *due diligence*, pois se observou que ainda são bastante incipiente as investigações realizadas pelos investidores anjo antes dos aportes nas *startups*. Adiciona-se a isso também uma preocupação em relação à atualização dos investidores quanto ao tema regulatório da prática de investimento anjo no ambiente brasileiro.

Por fim, este trabalho teve como principal contribuição para o ecossistema de investimento anjo, a criação do primeiro manual de investidor anjo no Brasil, de forma a dar fundamentos aos investidores e a garantir melhores práticas do investimento dando segurança não só aos investidores, mas também às *startups*. Espera-se que este manual venha a ser publicado pela associação de investidores anjos FEA Angels e também Federação de Anjos do Brasil visto que será proposto a mesma. Isso pode repercutir de tal forma que venha a impulsionar o desenvolvimento de novos estudos sobre o tema.

5.3 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

As recomendações para estudos futuros quanto ao tema têm relação direta com o estudo do papel das redes de investidores anjo em relação à capacitação dos seus membros. Com o crescimento e a criação de novas redes de investidores anjo torna-se fundamental entender seus papéis no fomento à prática de investimento anjo e na preparação para que novos investidores entrem neste mercado, realizando práticas de investimento anjo aderentes com o que é visto de maneira saudável pelo ecossistema de *startups*.

Em linha com o estudo sobre as redes de investidores anjo, recomenda-se um aprofundamento sobre temas como *due diligence* em *startups*, visto que, no estudo identificou-se que há diversas investigações a serem feitas antes da realização de aportes financeiros em *startups*, mas é possível constatar que falta conhecimento por parte dos investidores anjo sobre quais são essas investigações e como realizá-las para proporcionar aportes bem sucedidos.

A maior propagação do estudo entre as redes de anjo, com maior engajamento e participação mais ativa, poderia trazer mais subsídios a esta investigação científica, corroborando uma maior base amostral que possibilitaria gerar mais credibilidade ao estudo.

É notória a importância de se explorar novas metodologias de avaliação de *startup* para o desenvolvimento de uma melhor capacitação dos investidores anjo sob a ótica da avaliação das *startups* e na tomada de decisão do investimento. Recomenda-se buscar práticas realizadas pelo mundo, que poderiam ser facilmente aplicadas no Brasil, com o intuito de tornar as decisões de investimento anjo mais embasadas com o impacto direto nas negociações de investimento junto aos empreendedores que captam recursos junto a investidores.

Por fim, a motivação de realização deste trabalho deu-se, inclusive, como uma forma de retribuir à sociedade, o conhecimento de boas práticas de investimento em *startups*. Espera-se que, com isso, novos negócios sejam viabilizados, contribuindo com o empoderamento do empreendedorismo como precursor de mudanças sociais por meio da geração de empregos e de renda e com a arrecadação de impostos, impulsionando, assim, a economia brasileira, que ainda se encontra aquém de seu potencial.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Classificação dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários**, 2014. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm. Acesso em: 23 jul. 2021.

ANJOS DO BRASIL. **Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais Entendimento (Term Sheet)**. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados#:~:text=O%20n%C3%BAmero%20de%20investidores%20apresentou,o%20empreendedorismo%20inovador%20no%20pa%C3%ADs..> Acesso em: 5 mar. 2022.

ANGELS, France. **Business Angels Survey Cdc Pm**. [S.l.], 2003.

ANGEL CAPITAL ASSOCIATION. **Scorecard Valuation Methodology (Rev. 2019): Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies**. 13 de março de 2021. Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/scorecard-valuation-methodology-rev-2019-establishing-the-valuation-of-pre-revenue-start-up-companies/>. Acesso em: 17 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Copom mantém a taxa Selic em 2,00% a.a**, 28 out. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17224/nota>. Acesso em: jan. 2021.

BENJAMIN, G. A.; MARGULIS, J. **Finding Your Wings: How to Locate Private Investors to Fund Your Venture**. New York: John Wiley and Sons, 1986.

BERKERY, Dermot. **Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur**. United States: McGraw Hill Education, 2007. DOI: 10.1036/0071496025.

BERKONOMICS. **The Berkus Method – Valuing the Early Stage Investment**, 1 de março de 2021. Disponível em: <https://berkonomics.com/?p=131>. Acesso em: 18 ago. 2020.

BERKUS, Dave. **The Berkus Method**. 2009. Disponível em: https://www.amazon.com.br/dp/B0031QP8W0/ref=dp-kindle-redirect?_encoding=UTF8&btkr=1. Acesso em: fev. 2020.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **The Startup Owner's Manual Strategy Guide: the step-by-step Guide for Builning a Great Company**. 2. Ed. [S.l.]: K & S Ranch, 2012.

CASSAR, Gavin. The financing of business start-ups. **Journal of Business Venturing**, [S. l.], v. 19, n. 2, p. 261–283, 2004. DOI: 10.1016/S0883-9026(03)00029-6.

CB INSIGHTS. **Research Briefs**, 2018. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/venture-capital-funnel-2/>. Acesso em: 12 nov. 2020.

CHAO, L. I. U.; WEI, L. I. U. Find New Financing Access for SMB – Angel Investment. [S. l.], p. 405–409, 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation**. 3. ed. United States: John Wiley & Sons, Inc., 2012.

D’ASCENZO, Christopher J. **A case study on preinvestment behavior and flow in an angel investment group**. University of Phoenix, Arizona, 2009.

EBBEN, Jay; JOHNSON, Alec. Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time. **Journal of Business Venturing**, [S. l.], v. 21, n. 6, p. 851–865, 2006. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2005.06.007.

FEENEY, Lisa; HAINES, George H.; RIDING, Allan L. Private investors’ investment criteria: Insights from qualitative data. **Venture Capital**, [S. l.], v. 1, n. 2, p. 121–145, 1999. DOI: 10.1080/136910699295938.

FELD, B.; MENDELSON, J. **Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist**. [S.l.]: John Wiley & Sons, Inc., , 2019. Disponível em: <https://books.google.co.in/books?hl=en&lr=&id=ljejDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR13&dq=venture+capitalist+and+entrepreneur&ots=O63C9n3mq4&sig=w4WJ-T7SgOdsposP4LlyCjEWPmg#v=onepage&q=venture+capitalist+and+entrepreneur&f=false>. Acesso em: 02 nov. 2021

FERRARY, Michel; GRANOVETTER, Mark. The role of venture capital firms in Silicon Valley’s complex innovation network. **Economy and Society**, [S. l.], v. 38, n. 2, p. 326–359, 2009. DOI: 10.1080/03085140902786827.

FREEAR, J.; WETZEL, W. The Investment Attitudes, Behaviour, and Characteristics of High Net Worth Individuals. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, [S. l.], v. 16, p. 374–387, 1992.

FREEAR, J.; SOHL, J. E.; WETZEL Jr., W. E. Raising Venture Capital: Entrepreneurs’ Views of the Process. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, [S. l.], p. 223–237, 1990.

GASTON, R. J. **Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide**. New York: Wiley, 1989.

GANTOIS, Simone Menezes. O contrato de vesting e sua aplicação em inovação no direito brasileiro. **Revista Eletrônica de Direito**, [S. l.], v. 25, n. 2, p. 112–130, 2021. DOI: 10.24840/2182-9845_2021-0002_0005.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP NETWORK. New Research on individual angels provides insights for startup ecosystem. 1 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www.genglobal.org/united-states-gen-invest/new-research-individual-angels-provides-insights-startup-ecosystem>. Acesso em mar. 2021.

GOMES, Daniel Teodoro; MUNIZ, Reynaldo Maia; DIAS, Alexandre Teixeira; GONÇALVES, Carlos Alberto. **Apresentação do processo de formação da estratégia : um estudo de caso em empresa inovadora**. Demonstration of the strategy formation process : a case study in an innovative organization. Introdução. [S. l.], 2012.

HAAGEN, Florian. The role of smart money: What drives venture capital support and interference within biotechnology ventures? **Journal of Business Economics**, [S. l.], v. 78, n. 4, p. 397–422, 2008. DOI: 10.1007/s11573-008-0023-1.

HILL, Brian E.; POWER, Dee. **Attracting Capital From Angels : How their money-and their experience-can help you build a successful company**. [S.l: s.n.], 2002.

KOTHARI, C. R. **Research Methodology, Methods and Techniques**. 2. ed. [S.l.]: New Age International Publishers, 2005.

LAUREANO, Vinicius. **Como deve funcionar um acordo de sócios em startups?**, 2020. Disponível em: <https://startupi.com.br/2020/04/como-deve-funcionar-um-acordo-de-socios-em-startups/>. Acesso em: 12 dez. 2021.

LEACH, J. Chris; MELICHER, Ronald W. **Entrepreneurial Finance**. 4. ed. [S.l.]: South-Western Cengage Learning, 2012.

LINDE, Lucinda; PRASAD, Alok. Venture Support Systems Project: Angel Investors. **VSS Project**, [S. l.], Release 1.1, p. 1–100, 2000.

MALHOTRA, Naresh. **Pesquisa de Marketing foco na Decisão**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

MANOLOVA, Tatiana S.; MANEV, Ivan M.; CARTERS, Nancy M.; GYOSHEV, Bojidar S. Breaking the family and friends' circle: Predictors of external financing usage among men and women entrepreneurs in a transitional economy. **Venture Capital**, [S. l.], v. 8, n. 2, p. 109–132, 2006. DOI: 10.1080/13691060500434072.

MARTIN, John D.; ANSHUMAN, V. Ravi; TITMAN, Sheridan. An Entrepreneur's Guide to Understanding the Cost of Venture Capital. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2012. DOI: 10.2139/ssrn.2033222.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Venture capital: Rationale, aims and scope. **Venture Capital**, [S. l.], v. 1, n. 1, p. 1–46, 1999. DOI: 10.1080/136910699295974.

MASON, Colin; STARK, Matthew. What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. **International Small Business Journal**, [S. l.], v. 22, n. 3, p. 227–248, 2004. DOI: 10.1177/0266242604042377.

MAZZON, José A. **Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social**. 1981. Tese (Doutorado em Administração). — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1981.

MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. Contribuições do Investimento Anjo para o Desenvolvimento de Startups na Região Metropolitana de Porto Alegre. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S. l.], v. 16, n. 1, p. 71, 2019. DOI: 10.25112/rgd.v16i1.1640.

METRICK, A.; YASUDA, Y. **Venture Capital & the Finance of Innovation**. 2. ed. Estados Unidos: John Wiley & Sons, Inc., 2010.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Governo sanciona Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, 01 jun 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/junho/governo-sanciona-marco-legal-das-startups-e-do-empendedorismo-inovador>. Acesso em: 02 jun. 2021.

MORRISSETTE, Stephen G. A Profile of Angel Investors. **The Journal of Private Equity**, [S. l.], v. 10, n. 3, p. 52–66, 2007. DOI: 10.3905/jpe.2007.686430.

OSNABRUGGE, M., ROBINSON, R. **Angel Investing Matching Start-Up Funds With Start-Up Companies**. 1 ed. San Francisco: Jossey-Bass Inc., 2000.

PARTEN, M. **Surveys, Polls and Samples**, Harper and Row. New York, 1950.

PINSONNEAULT, Alain; KRAEMER, Kenneth. Survey Research Methodology in Management Information Systems: An Assessment. **Journal of Management Information Systems**, 10:2, 75-105, 1993. DOI: 10.1080/07421222.1993.11518001. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/07421222.1993.11518001>. Acesso em: 12 abr. 2022.

SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei Complementar nº 146**, de 2019 - MARCO LEGAL DAS STARTUPS, 2019. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/146040>. Acesso em: fev. 2021.

POLAND, Stephen R. **Founder's Pocket guide: Startup Valuation**. 2. ed. Estados Unidos: Kindle, 2014.

POLITIS, Diamanto. Business angels and value added: What do we know and where do we go? **Venture Capital**, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 127–147, 2008. DOI: 10.1080/13691060801946147.

RAMADANI, Veland. Business angels: who they really are. **Strategic Change**, [S. l.], v. 18, n. 7–8, p. 249–258, 2009. DOI: 10.1002/jsc.852.

RIES, Eric. **A startup enxuta**. Rio de Janeiro: Sextante, 2019.

ROGERS, Steven; MAKONNEN, Roza. **Entrepreneurial finance**. 3. ed. [S.l.]: McGraw Hill Education, 2014.

ROIG, Aleix; VICÉN, Carlos. **Startup Valuation**. [S. l.], 2021. DOI: 10.1007/978-3-030-71608-0_9.

ROMANS, Andrew. **The entrepreneurial bible to venture capital: Inside secrets from the leaders in the startup game**. [S.l.], 2013.

ROSE, D. S. **Angel Investing**. [S.l.]: John Wiley & Sons, Inc., 2014.

SANTOS FILHO, Marcio de Oliveira; Fávoro, Felipe Teixeira; AGUIAR, João Francisco; GHOBRI, Alexandre Nabil. Os Mecanismos Contratuais utilizados pelos fundos de Venture Capital e Private Equity para mitigar o Risco do Investimento. Recife: Vi Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas, p. 1–15, 2010.

SEBRAE, Descubra o que é smart money e como apostar neste investimento, 31 jan. 2022. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/o-que-e-uma-startup,616913074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>. Acesso em: 5 fev. 2022.

SENADO NOTÍCIAS. Senado aprova Marco Legal das Startups; texto vai à Câmara. 24 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/02/24/senado-aprova-marco-legal-das-startups-texto-vai-a-camara#:~:text=O%20Senado%20aprovou%20nesta%20quarta,para%20quem%20investir%20nessas%20empresas>. Acesso em: 23 mar. 2020.

SØRHEIM, R.; LANDSTRÖM, H. Informal investors - A categorization, with policy implications. **Entrepreneurship and Regional Development**, [S. l.], v. 13, n. 4, p. 351–370, 2001. DOI: 10.1080/08985620110067511.

STARTUPBASE. **Estatísticas - Acompanhe em tempo real as principais informações do ecossistema de startups através de nossas estatísticas**. 2020. Disponível em: <https://startupbase.com.br/home/stats>.

SULLIVAN, Mary Kay. **Entrepreneurs as informal investors: Are there distinguishing characteristics**. Babson Park, MA: Babson college, 1991. v. 15

SULLIVAN, Mary Kay; MILLER, Alex. **Applying theory of finance to informal risk capital research: Promise and problems**. Babson Park, MA: Babson college, v. 14, 1990.

TECH, Robin P. G. **Financing High-Tech Startups**. Cham: Springer International Publishing, 2018. DOI: 10.1007/978-3-319-66155-1. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1007/978-3-319-66155-1>. Acesso em: 18 set. 2020.

TITMAN, Sheridan; MARTIN, John D. **Avaliação de Projetos e Investimentos {Valuation}**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

VINTURELLA, John; ERICKSON, Suzanne. **Raising Entrepreneurial Capital**. 2. Ed. [S.l.]: Elsevier Insights, 2013. DOI: 10.1016/C2011-0-07803-1.

WALLMERTH, Johannes; WIRTZ, Peter; GROH, Alexander Peter. Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. **Foundations and Trends in Entrepreneurship**, [S. l.], v. 14, n. 1, p. 1–129, 2018. DOI: 10.1561/03000000066.

WETZEL, William E. Angels and Informal Risk Capital. **Sloan management review**, 1983.

WOOD, Geoffrey; WRIGHT, Mike. Private equity: A review and synthesis. **International Journal of Management Reviews**, [S. l.], v. 11, n. 4, p. 361–380, 2009. DOI: 10.1111/j.1468-2370.2009.00264.x.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: *FRAMEWORK* DE QUESTÕES PARA *STARTUPS*

Geral

1. Por que investir em sua *startup* e por que agora?
 - a. Deve haver uma boa razão do porquê agora, caso contrário já teria sido feito investimento ou, então, já foi feito, mas a empresa falhou. “Por que você?” é a forma de encontrar habilidades únicas ou *insights* a respeito do empreendedor e da *startup*.
2. Há quanto tempo você vem trabalhando na iniciativa?
 - a. Para se ter uma ideia da velocidade e o quão rápido estão se movendo.

Time

1. Já trabalharam juntos anteriormente?
 - a. Quanto mais tempo juntos, menor a chance de ocorrerem problemas de relacionamento entre os *founders*.
2. Qual a complementariedade e o valor que vocês conseguem entregar juntos em termos de gestão e do dia a dia?
 - a. Eles precisam cobrir as habilidades básicas: Gestão, articulação, marketing, *growth hacking*, finanças, atendimento ao cliente etc. É preciso ter um ‘portfolio’ de *skills* que funcione.
 - b. Busque por algo “fora da curva” ou excelente! Bons times falham, eles precisam ser muito bons em alguns pontos-chave. Ser “fora da curva” em uma área-chave é mais importante que ser bom em tudo.
3. Por que seu time é melhor do que qualquer outro no mercado?
 - a. Busque por uma vantagem competitiva. Eles são ótimos em uma área importante? Há algo de específico que os farão vencer a concorrência?
4. Quais foram os seus maiores desafios até agora?
 - a. *Startups* são difíceis de gerir, procure entender COMO elas lidam com os desafios. Elas precisam demonstrar resiliência.
5. Que habilidades estão faltando em sua equipe?

- a. A conscientização da fraqueza é chave para uma boa contratação e planejamento. A arrogância é uma assassina de *startups*.
6. Qual é o tamanho da sua equipe? Quantos estão em tempo integral?
 - a. Verifique se há contratação inadequada, *burn rate* (valor gasto por mês para sustentar a operação de um negócio) excessivo etc.

Produto

1. Qual é o seu “*elevator pitch*” (argumento de venda) em uma frase?
 - a. Verifique se há boa capacidade de se comunicar e inspirar. O “*elevator pitch*” deve ser CURTO e fazer você entender o que a empresa faz rapidamente. Você gostaria de trabalhar lá com base nisso?
2. Qual dor você está resolvendo?
 - a. Os *founders* têm uma compreensão clara da dor que estão resolvendo? Peça evidências claras de que eles estão certos, não apenas sua opinião, mas provas reais.
3. Defina seu cliente.
 - a. Eles têm uma ideia clara de quem vai comprar ou não? “Todo mundo vai comprar” é uma resposta terrível, mostra ignorância. As melhores respostas são muito específicas e com dados para apoiar.
4. Qual é a sua visão mais ambiciosa de produto?
 - a. As *startups* também precisam de visão, uma meta. Certifique-se de que elas também tenham a visão de valor de mercado de +US\$ 1 bilhão.
5. Os clientes podem comprar seu produto hoje?
 - a. Verifique se o produto está realmente ativo ou não. Verificando o estado do mesmo.
6. Qual é a característica mais importante do seu produto?
 - a. O que impulsiona as vendas? Eles têm habilidades nisso? Quão bons são os concorrentes nessa característica? Eles possuem clareza sobre o que realmente vende seu produto?
7. O quão melhor sua *startup* é em relação ao seu concorrente mais próximo nesta categoria?
 - a. Verifique se há conhecimento e compreensão da concorrência.

Mercado

1. Qual é o tamanho deste mercado?
 - a. Isso é uma pegadinha. Veja se eles sabem a diferença entre seu mercado atual (pequeno) e o mercado que querem atingir (muito maior). Eles precisam saber ambos.
2. Quem são seus concorrentes? O “almoço” de quem você vai comer?
 - a. Uma boa resposta mostra no que os concorrentes são melhores e piores que você. Comparações tolas que afirmam que o concorrente é péssimo em tudo é uma resposta ruim.
3. Por que agora é o momento certo para o seu negócio?
 - a. *Timing* é importante, saber essa resposta é fundamental. Isso deve fazer sentido.
4. Por que resolver esse problema?
 - a. Para entender o que os está impulsionando, certifique-se de que isso os manterá focados e engajados durante tempos de crise.

Marketing

1. Qual método de marketing funciona?
 - a. Procure por conhecimentos nesta área e indícios de que eles estão testando o mercado. A má resposta inclui "obter *leads* suficientes", "resolver ..." etc. Procure entender os métodos utilizados e quais testes estão sendo realizados ou já foram realizados.
2. Qual é o seu custo de aquisição?
 - a. Procure uma boa compreensão do custo para obter clientes.
3. Explique o seu funil de marketing/métodos e me conte sobre os gastos e os resultados de cada uma de suas iniciativas.
 - a. Procure entender se eles têm uma ideia clara do que funciona, quanto custa e quanto retorna.

Competição

1. Quão bem financiados estão seus concorrentes?

- a. Concorrentes bem financiados são um desafio. Como os *founders* vão lidar com eles?
2. Como você enxerga o mercado / clientes / canais de maneira diferente da competição?
 - a. Certifique-se de que eles tenham alguma vantagem clara que possam manter (produto, canal, preço, etc.)

Execução

1. Como testam/testaram o *product/market fit*?
 - a. Observar para ver se eles testaram e se havia alguma habilidade lá. A capacidade de teste é muito importante.
2. Como você desenvolve seus produtos?
 - a. Orientado ao cliente ou orientado à visão. Você precisa decidir qual orientação se encaixa em sua tese de investimento. Modelo *Lean Startup* é bastante positivo, modelo em cascata não é bem visto.
3. Com quais métricas você se preocupa?
 - a. Elas são as métricas corretas? Elas estão sendo usadas?
4. O que provavelmente matará seu negócio?
 - a. Eles estão sendo um pouco lunáticos? Eles devem saber onde está o risco de serem disruptados.
5. Por que você não consegue se autofinanciar agora?
 - a. Qual é o gatilho de *fundraising* aqui? A má resposta é que eles precisam de salário integral; enquanto que a boa resposta inclui momento do mercado, desenvolvimento de tecnologia etc.
6. Quanto do seu próprio dinheiro você colocou no negócio?
 - a. Eles estão se arriscando ou apenas pedindo que você arrisque o seu dinheiro nisso? Certifique-se de que eles estão comprados com a ideia.
7. Descreva seu canal de vendas, seus ganhos e o momento do mercado (Taxa de cliques, cadastros, retenção após 30 dias, ciclo de venda...)?
 - a. Eles sabem descrever como funcionam esses processos? Suas expectativas são razoáveis? (ou seja, se 100% das pessoas vão fazer cadastro é um bom exemplo de que não é bom).
 - b. Procurando ver se eles entendem como funcionam as vendas.

	Ecommerce	Marketplace	Lead Gen	Media	SAAS	Enterprise
Acquisition	CAC : Customer Acquisition Costs			CAC		
	Sales cycle and process?					
Activation	MAU / DAU (mobile)			Customer onboarding process?		
	# of transactions			# of customers with active usage		
Retention	% of returning users	% of returning customers	% of organic traffic	Churn		
Referral	% of customers who refer					
	# of customers referred					
	Value per referral					
Revenue	ARR	GMV	Cost per Lead	Ticket size	MRR	Ticket size
	Margin	Take Rate		Pricing	ARR	Pricing

DAU/WAU/MAU = *Daily, Weekly or Monthly Active Users* (ou usuários ativos diariamente, semanalmente ou mensalmente)

ARR = *Annual Recurring Revenue* (Receita anual recorrente)

GMV = *Gross Merchandise Value* (Valor Bruto de mercadoria transacionada)

MRR = *Monthly Recurring Revenue* (Receita mensal recorrente)

8. Qual é o seu crescimento mensal?
 - a. Verifique se eles sabem disso, se estão medindo e se entendem. Isso é indicativo significativo. Uma maneira sólida de medir a execução.
9. Qual é o seu custo de aquisição (**Acquisition**)?
 - a. Eles têm uma ideia clara de quanto custa obter novos clientes? Certifique-se de que inclui salários, despesas gerais etc.
10. Conte-me sobre sua ativação (**Activation**)?
 - a. Eles têm uma compreensão clara entre o cliente ter o *software versus* usá-lo?
11. Qual é a sua retenção (**Retention**) mensal?
 - a. Baixa rotatividade é desejável. A alta rotatividade torna muito difícil sustentar o crescimento devido ao sangramento. Os primeiros usuários devem gerar ou um NPS (*Net Promoter Score*) alto e baixa rotatividade ou um produto inadequado ao mercado (sem *product market fit*). Certifique-se de verificar a rotatividade *versus* a duração do contrato (0% de rotatividade se nenhum contrato tiver expirado).
12. Qual porcentagem de seus clientes recomenda seu produto (**referral**)?
 - a. O bom *product market fit* e um pouco de ajuda do produto devem gerar referências dos clientes. Se não, por que não?

13. Qual é a sua receita (*revenue*) e taxa de crescimento?
 - a. Eles devem ter uma ideia clara do que estão fazendo e com que rapidez estão crescendo.
14. Quais canais de aquisição funcionam para você (relacionados ao *Customer Acquisition Cost* - CAC (Custo de Aquisição de Cliente))?
 - a. Como eles estão conseguindo clientes, quanto custam e quanto geram \$\$?

Financeiro

1. Qual é o LTV? Como você calculou?
 - a. Valor de longo prazo com base no *churn*, nunca com histórico superior a 3 anos, a menos que tenham dados sólidos. Procure entender aqui se eles sabem quanto podem obter de LTV.
2. Qual é a sua razão LTV / CAC?
 - a. 3:1 ou superior é ótimo; abaixo não é.
3. Como os clientes estão pagando (assinatura, pagamento único)?
 - a. Pagar adiantado é um bom indicador, sem pagamento ou com atraso é complicado. Se o *churn* ocorrer antes do pagamento for forte, é negativo.
4. Quanto de dinheiro você tem no banco?
 - a. Quanto tempo resta para manter a operação rodando.
5. Qual é seu *burn rate*?
 - a. Com que rapidez eles estão gastando \$? Está de acordo com a taxa de crescimento?
6. O que você planeja fazer com o \$ que está pedindo?
 - a. Eles têm um plano? Isso se encaixa na sua tese?

Tecnologia

1. Em que se baseia o seu produto?
 - a. Você acredita na tecnologia? Consistente com a sua tese? Isso escala? Eles consideraram outras escolhas?
2. Por que você escolheu essa tecnologia?

- a. Procure um entendimento claro das diversas tecnologias e um processo de seleção dela, e não apenas de uma escolha, pois é a única tecnologia que os *founders* provavelmente sabem.
3. Quem em sua equipe é especialista nessa tecnologia e quão bem são educados nela?
 - a. Certifique-se de que eles conheçam o que estão construindo. O histórico profissional e experiência são muito úteis e economizam seu dinheiro, ou seja, alguém pagou para eles aprenderem antes.

Legal

1. Como está o *cap table* | visão geral da estrutura societária.
 - a. Certifique-se de que os fundadores são donos da empresa, sem controle externo, pois os fundadores no *seed round* devem ter pelo menos 65% da empresa, se não mais.
2. Quais os termos e as condições que você tem de investidores anteriores que podem ser um problema para investimentos e aquisições posteriores?
 - a. Bons fundadores sabem disso. Ou seja, eles entenderam os termos e condições do investimento anterior. Para *Seed*, isso é raro, mas às vezes acontece que os primeiros investidores têm termos e condições ruins e, portanto, problemas.

Pessoalmente

1. Você confia neles? Trabalharia para esse investidor? Apresentaria à sua família?

APÊNDICE 2: QUESTIONÁRIO DA PESQUISA

1. Qual o seu gênero?
 - a. Masculino
 - b. Feminino
2. Qual a sua faixa etária?
 - a. De 18 a 25 anos
 - b. De 25 a 30 anos
 - c. De 31 a 35 anos
 - d. De 36 a 40 anos
 - e. De 41 a 45 anos
 - f. De 46 a 50 anos
 - g. De 51 a 55 anos
 - h. De 56 a 60 anos
 - i. De 60 anos ou mais
3. Você se considera um investidor anjo?
 - a. Sim
 - b. Não
4. Você faz parte de alguma rede de investidores anjo?
 - a. Sim
 - b. Não
5. De qual rede de investidores anjo você faz parte?
 - a. Anjos Alumni CSB
 - b. Anjos do Brasil
 - c. BR Angels
 - d. Bruin Angels
 - e. Curitiba Angels
 - f. EA Angels
 - g. FEA Angels
 - h. Gávea Angels
 - i. GR8 Ventures
 - j. GV Angels
 - k. Hangar 8 Capital
 - l. Harvard Angels

- m. iAngels
 - n. Insead Angels
 - o. Insper Angels
 - p. LAAS Angels
 - q. London Angels
 - r. MIT Angels
 - s. Poli Angels
 - t. UniAngels
 - u. URCA Angels
 - v. Wharton Angels
 - w. Outros
6. Na qualidade de investidor anjo, você se considera um “*smart money*”?
- a. Sim
 - b. Não
7. Em quantas *startups* você já investiu?
- a. De 1 a 2
 - b. De 3 a 5
 - c. De 6 a 8
 - d. De 9 a 12
 - e. De 13 a 18
 - f. De 19 a 25
 - g. Mais de 25
8. Qual porcentagem do seu patrimônio você destina para investimento em *startups*?
- a. De 0,01% a 9,99%
 - b. De 10% a 19,99%
 - c. De 20% a 29,99%
 - d. De 30% a 39,99%
 - e. De 40% a 49,99%
 - f. Mais de 50%
9. Como você encontrou as *startups* em que você investiu?
- a. Indicação de amigos
 - b. Apresentação em rede de anjos
 - c. Prospecção ativa
 - d. Notícias

- e. Aceleradoras
- f. Fundos de *Venture Capital*
- g. Sites especializados em *startups* (*Crunchbase, slinghub, AngelList...*)
- h. *Meet ups*
- i. Eventos de *startups*
- j. Outros

10. Qual o seu *ticket* médio de investimento por *startup*?

- a. Até R\$ 25 mil
- b. De R\$ 25 mil a R\$ 50 mil
- c. De R\$ 50 mil a R\$ 100 mil
- d. De R\$ 100 mil a R\$ 150 mil
- e. De R\$ 150 mil a R\$ 200 mil
- f. Mais de R\$ 200 mil

11. Quais desses papéis melhor descreve sua atuação como investidor anjo?

- a. Capital financeiro: Oferecer recursos financeiros para auxiliar na construção da empresa
- b. Capital intelectual: Conhecimento e expertise de processos para compartilhar com as investidas (mentorias)
- c. Capital social: Oferecer contatos e *networking* para realizar parcerias estratégicas e até mesmo abrir portas para realizar vendas
- d. Outros

12. Você sabe o que é o Marco Legal de *startups*?

- a. Sim
- b. Não

13. Com qual perfil de investidor anjo você mais se identifica?

- a. *Lotto Angel*: Pouca experiência de gestão, possui menos renda que investidores em geral, busca informações na mídia, investe pouco de seus recursos em *startups*, pouco envolvimento com *startups* e investe sozinho.
- b. *Trader Angel*: Limitada experiência em gestão, nível alto de investimento (4 a 5 investimentos a cada 3 anos), alta renda, boa parcela de investimentos em *startups*, amigos como fonte importante de informações, realiza investimento em colaboração com outros por prazo de até 3 anos em cada investimento.
- c. *Analyst angel*: Bastante experiência em gestão, investe pouco de seus recursos em *startups*, amigos como fonte importante de informações, realiza

investimento em colaboração com outros por prazo de até 3 anos em cada investimento

- d. (*Real*) *Business Angel*: Bastante experiência de gestão, alto grau de atividade de investimento (+ de 6 investimentos em 3 anos), investe em colaboração c/ outros, atua como líder, *networking* qualificado como fonte de informação, investe em longo prazo.

14. Você possui uma tese de investimentos?

- a. Sim
- b. Não

15. Em qual estágio do ciclo de vida da *startup* você investe?

- a. Estágio de desenvolvimento | ideação (fase em que a *startup* é apenas uma ideia, pré-operacional ou apenas *power point*)
- b. Estágio de *startup* | Validação (Fase em que ocorrem as primeiras vendas e o modelo de geração de receita é definido)
- c. Estágio de sobrevivência (Fase em que há aumento das vendas, modelo de operação ainda deficitário e com alta necessidade de financiamento para crescimento)
- d. Estágio de rápido crescimento | Tração (Fase em que as entradas de caixa crescem mais rapidamente que suas saídas, há uma previsibilidade e um caminho para se alcançar a lucratividade)
- e. Estágio de maturidade (taxas de crescimento de receita e caixa estabilizados, momento em que investidores já têm no radar uma saída estratégica via IPO ou via aquisição estratégica)
- f. Outros

16. Você possui estratégia de “*follow on*” para seus investimentos em próximas rodadas?

- a. Sim
- b. Não

17. Em qual público-alvo você prefere investir?

- a. B2C (*Business to Consumer*, direto ao consumidor final)
- b. D2C (*Direct to Consumer*)
- c. B2B (*Business to Business*, vendas com foco em empresas)
- d. B2B2C (*Business to Business to Consumer*, vendas para empresas e consumidores finais)
- e. B2G (*Business to Government*, vendas direcionadas para o governo)

f. Outros

18. Qual modelo de investimento que mais se adequa à sua intenção de investimento?

- a. Via *Crowdfunding*
- b. Decisão individual via mútuo conversível
- c. Decisão em grupo via mútuo conversível
- d. SPE (Sociedade de propósito específico)
- e. Via participação acionária diretamente
- f. Via fundo de *Venture Capital*
- g. Outros

19. Você possui preferência por investir em algum setor?

- a. Sim
- b. Não

20. Em quais setores você busca investir?

- a. *Adtech*
- b. Aeroespacial
- c. *Agritech*
- d. *Autotech*
- e. Bem-estar
- f. *Biotech*
- g. *Cleantech*
- h. Comunicação
- i. *Construtech*
- j. *Deep Tech*
- k. *Edtech*
- l. Energia
- m. Entretenimento
- n. Eventos
- o. *Fashiontech*
- p. *Fintech*
- q. *Foodtech*
- r. *Games*
- s. Gestão
- t. Govetech
- u. *Healthtech*

- v. *HRtech*
- w. Indústria
- x. *Insurtech*
- y. *Lawtech*
- z. *Logtech*
- aa. Marketing
- bb. Mídia
- cc. *Mobile*
- dd. Mobilidade
- ee. *Nano tech*
- ff. *Pets*
- gg. *Real Estate*
- hh. *Retailtech*
- ii. *Sales Tech*
- jj. Segurança
- kk. *Sports Tech*
- ll. *Telecom*
- mm. *Travel tech*
- nn. Outros

21. Você prefere investir em *startups* com sede em algum Estado brasileiro específico?

- a. Sim
- b. Não

22. Por quais Estados você possui maior interesse em investir?

- a. AC
- b. AL
- c. AM
- d. AP
- e. BA
- f. CE
- g. DF
- h. ES
- i. GO
- j. MA
- k. MG

- l. MS
- m. MT
- n. PA
- o. PB
- p. PE
- q. PI
- r. PR
- s. RJ
- t. RN
- u. RO
- v. RR
- w. RS
- x. SC
- y. SE
- z. SP
- aa. TO

23. Você possui estratégia de saída para seu investimento anjo?

- a. Sim
- b. Não

24. Sua estratégia de saída encontra-se em qual(quais) estágio(s) do financiamento da *startup*?

- a. Anjo
- b. *Seed*
- c. Serie A
- d. Serie B
- e. Serie C
- f. Serie D
- g. Venda estratégica
- h. IPO
- i. Outros

25. Qual método de *valuation* você utiliza para avaliar uma *startup*?

- a. Fluxo de Caixa Descontado
- b. Método dos Múltiplos
- c. *VC Quick Method*

- d. *VC Valuation Method*
 - e. Método de Berkus
 - f. *Scorecard*
 - g. Método da Soma de Fatores de Risco
 - h. *First Chicago Method*
 - i. *Cost to Duplicate*
 - j. Não tenho
 - k. Outros
26. Qual é sua expectativa de retorno sobre investimento ao ano quando investe em *startups*?
- a. De 0% a 10% ao ano
 - b. De 10% a 20% ao ano
 - c. De 20% a 30% ao ano
 - d. De 30% a 40% ao ano
 - e. De 40% a 50% ao ano
 - f. De 50% a 60% ao ano
 - g. De 60% a 70% ao ano
 - h. De 70% a 80% ao ano
 - i. De 80% a 90% ao ano
 - j. De 90% a 100% ao ano
 - k. Mais de 100% ao ano
27. Em seus investimentos, você discute cláusula de desconto sobre *valuation* da *startup* para as próximas rodadas de investimento?
- a. Sim
 - b. Não
28. Dentre os termos de negociação de investimento anjo junto às *startups*, quais aqueles você mais valoriza? (ranquear entre valores de 1 a 11, sendo 1 o mais importante e 11 o menos importante).
- a. *Drag Along*
 - b. *Tag Along*
 - c. *Lock Up*
 - d. *Non-compete*
 - e. *Non-solicitation*
 - f. Preferência de liquidação

- g. Anti-diluição
- h. *Employee equity Pool* de colaboradores
- i. *Vesting* dos fundadores
- j. Assento em Conselho de Administração
- k. Atividades dos *founders* - 100% de dedicação do *founder* para a *startup*

29. Quais atividades de *due diligence* você realiza antes de investir em uma *startup*?

- a. Legal
- b. Criminal
- c. Trabalhista
- d. Financeira
- e. Contábil
- f. Tecnológica
- g. Fornecedores
- h. Clientes
- i. Não realizo
- j. Outros

30. Quais critérios você avalia ao investir em uma *startup*? (ranquear entre valores de 1 a 14, sendo 1 o mais importante e 14 o menos importante.)

- a. Qualidade do time fundador
- b. Tamanho de mercado
- c. Clientes atuais
- d. Qualidade do Produto
- e. Tipo de tecnologia utilizada
- f. Concorrência de mercado
- g. Canais de vendas
- h. Parcerias estratégicas existentes
- i. Recursos financeiros
- j. Termos de negociação de contrato de investimento
- k. Potencial de retorno sobre investimento
- l. Entusiasmo do empreendedor
- m. Experiência do empreendedor
- n. Nível de confiança do empreendedor

31. Quais as principais motivações em ser investidor anjo? (ranquear entre valores de 1 a 11, sendo 1 o mais importante e 11 o menos importante)

- a. Diversão por investir em algo inovador
 - b. Potencial de retorno sobre investimento
 - c. Satisfação em ajudar um empreendedor a ser bem sucedido
 - d. Auxiliar na criação de empregos e contribuir com ecossistema
 - e. Reconhecimento de mercado
 - f. Poder contar para amigos e familiares que faz parte de um “clube” seletivo que investe em *startups*.
 - g. Contribuir com conhecimento, ideias e recursos financeiros
 - h. Desejo de retornar algo para a sociedade/mercado (*give back*)
 - i. Poder conhecer diferentes pessoas – *networking*
 - j. Estar atualizado com o que há de mais inovador
 - k. Poder interagir com investidores reconhecidos
32. Você gostaria de receber os resultados desta pesquisa?
- a. Sim
 - b. Não
33. Qual seu nome?
34. Qual seu *e-mail* para que possamos enviar o resultado da pesquisa?
35. Você aceita participar de novas pesquisas e continuar contribuindo com novos estudos sobre o tema investimento anjo?
- a. Sim
 - b. não

APÊNDICE 3 – PREFERÊNCIAS DO INVESTIDOR QUANTO À LOCALIZAÇÃO DA INVESTIDA REFERENTE A TODOS OS ESTADOS

Estado	Frequência de preferências
SP	27
SC	6
PR	4
RJ	4
MG	3
RS	3
GO	2
MS	2
AC	1
AP	1
DF	1
ES	1
MT	1
PB	1
PE	1
AL	0
AM	0
BA	0
CE	0
MA	0
PA	0
PI	0
RN	0
RO	0
RR	0
SE	0
TO	0