



UDESC

UNIVERSIDADE DO ESTADO DE SANTA CATARINA – UDESC

CENTRO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO E SOCIOECONÔMICAS – ESAG

PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

***FRAMEWORK* METODOLÓGICO PARA
INVESTIMENTO ANJO: UMA
ABORDAGEM FOCADA NA SELEÇÃO DE
EMPRESAS PARA REALIZAÇÃO DE
INVESTIMENTOS**

LEANDRO CARIONI

FLORIANÓPOLIS, 2017

LEANDRO CARIONI

***FRAMEWORK* METODOLÓGICO PARA INVESTIMENTO ANJO:
UMA ABORDAGEM FOCADA NA SELEÇÃO DE EMPRESAS PARA
REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração do Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas da Universidade do Estado de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Roberto De Rolt

**FLORIANÓPOLIS
2017**

C277f Carioni, Leandro

Framework metodológico para investimento anjo: uma abordagem focada na seleção de empresas para realização de investimentos. / Leandro Carioni. – 2017.
132 p. : il. ; 21 cm

Orientador: Carlos Roberto De Rolt

Bibliografia: p. 124-128

Dissertação (Mestrado) - Universidade do Estado Santa Catarina, Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas (ESAG), Mestrado Profissional em Administração, Florianópolis, 2017.

1. Investimento anjo. 2. Investidor anjo. 3. Venture capital informal 4. Processo de investimento. I. De Rolt, Carlos Roberto. II. Universidade do Estado de Santa Catarina. Mestrado. III. Título.

CDD: 658:332.66

LEANDRO CARIONI

***FRAMEWORK* METODOLÓGICO PARA INVESTIMENTO ANJO
UMA ABORDAGEM FOCADA NA SELEÇÃO DE EMPRESAS PARA
REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração, do Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas da Universidade do Estado de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Banca Examinadora:

Orientador:

Prof. Dr. Carlos Roberto De Rolt
Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC)

Membro:

Prof. Dr. Éverton Luís Pellizzaro de Lorenzi Cancellier
Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC)

Membro:

Dr. José Eduardo Azevedo Fiates
Fundação Centro de Referências em Tecnologias Inovadoras (CERTI)

Membro:

Prof. Dr. Carlos Alberto Schneider
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Florianópolis, 29 de setembro de 2017.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho somente foi possível com a ajuda de entidades e pessoas que me deram suporte no decorrer dessa jornada.

Agradeço, primeiramente, à ESAG/UDESC pela transferência de conhecimento por meio de seus excelentes docentes, pelo suporte recebido das competentes funcionárias e pela infraestrutura de qualidade oferecida para o nosso dia-a-dia.

Agradeço aos professores do mestrado profissional da UDESC/ESAG, que com dedicação e paciência nos fazem entender os caminhos para evoluir nosso conhecimento.

A Fundação CERTI merece um agradecimento duplo. Primeiro, pelo incentivo em buscar soluções inovadoras para o desenvolvimento do segmento de empreendedorismo inovador no Brasil e, segundo, pelo suporte a este trabalho, assim como todos os outros que desenvolvemos em conjunto nesses últimos 17 anos.

Um agradecimento especial aos meus amigos do Centro de Empreendedorismo Inovador da CERTI pela ajuda incansável no dia-a-dia.

Agradeço aos investidores anjos e especialistas entrevistados pela atenção e disponibilização do precioso tempo das entrevistas para coleta de dados e informações. As contribuições desses profissionais foram fundamentais para chegar às conclusões deste trabalho.

Ao amigo Carlos Alberto Schneider, pelo amplo apoio que antecedeu o início do mestrado profissional e, ao amigo José Eduardo Fiates pelas ideias e provocações que deram rumo a este trabalho.

Ao amigo e orientador Carlos Roberto De Rolt por toda cobrança, incentivo e orientação para cumprir todas as etapas deste mestrado profissional.

E, finalmente, um agradecimento especial a minha família, por tolerar a ausência nos vários momentos que eu estava dedicado a este trabalho.

RESUMO

O investimento anjo é uma atividade estratégica para o desenvolvimento de regiões e, ao mesmo tempo, fundamental para consolidar empresas de alto potencial de crescimento. O investidor anjo desempenha dois papéis fundamentais neste segmento: fornecer recursos financeiros e dar suporte ao desenvolvimento do negócio. A atividade de investimento anjo está associada ao primeiro estágio de desenvolvimento de uma empresa e, por isso, traz consigo alto risco com retorno financeiro considerável. Visando reduzir o risco associado às operações de investimento anjo, esta pesquisa tem como objetivo estruturar um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos. Justifica-se porque captar recursos é uma etapa crítica para as empresas que estão no seu estágio inicial e que a atividade de investimento anjo tem caráter informal e, muitas vezes, não é percebida facilmente. Esta pesquisa utiliza o método qualitativo para o seu desenvolvimento e como resultado traz uma proposta de *framework* metodológico que contempla oito etapas integradas que ajudam o investidor anjo a selecionar as melhores oportunidades para realizar investimentos. O *framework* metodológico proposto contempla: (1) Definição da Tese de Investimentos - com o objetivo de apontar os principais critérios que delimitam as buscas de oportunidades; (2) Busca e Seleção de Oportunidades - visando apontar as atividades para identificar e selecionar as melhores oportunidades para realizar investimento; (3) Habilitação do Empreendedor e Equipe – aponta as atividades para melhor entender o perfil/características do empreendedor e a equipe associada ao empreendimento que receberá o investimento anjo; (4) Validação do Negócio – assinala o conjunto de atividades para a estruturação e validação de informações para confirmar a atratividade do negócio proposto pelo empreendedor; (5) Validação do Investimento – destaca as atividades de estruturação e validação de informações para confirmar a atratividade econômico financeira da operação de investimento anjo; (6) Melhoria do Plano de Negócios – aponta as atividades referentes à integração de interesses e opiniões do investidor anjo e do empreendedor consolidando uma compreensão única do negócio que será desenvolvido; (7) Acesso ao Network do Investidor Anjo – demonstra as atividades de acesso ao network do investidor necessária em todas as etapas da fase de pré-investimento e, (8) Fechamento das Negociações – aponta as atividades que consolidam a fase de pré-investimento. Estas etapas devem ser desenvolvidas de forma paralela e interativa e, se sistematizadas, podem reduzir as incertezas e riscos, aumentando significativamente as chances de sucesso, apesar do alto grau de subjetividade em seu conteúdo.

Palavras-chave: Investimento anjo. Investidor anjo. *Venture capital* informal. Processo de investimento.

ABSTRACT

Angel investment is a strategic activity for promotion of regional development and startup's initial growth. The protagonist is the Business Angel that plays an key role to supply financial and intangible resources like knowledge, expertise and network. Its activity is related to high-risk investments. Aiming to reduce risks for business angels, this research proposes a methodological framework to help them select startups in which to invest. It is important because rising money for startups is a critical activity and, on the other hand, angel investment is considered an informal activity that most of the times is virtually "invisible". This research was conducted in alignment with a qualitative research approach. The first step was idealizing a model based on theory about how a business angel selects startups in which to invest. The second step was applying a semi-structured interview with 11 business angels showing up a model based on theory and trying to understand their practical view. The results show a methodological framework with 8 steps: 1 – Investment Thesis Definition – to create criteria to narrow startup search; 2 – Opportunities Search – activities to find out best angel investment opportunities; 3 – Entrepreneur And Team Enabling – activities to validate entrepreneur and team skills; 4 – Business Validation – activities to validate business viability; 5 – Investment Validation – activities to validate financial viabilities and create the deal; 6 – Business Plan Improvement – activities to integrate business angel and entrepreneurs vision; 7 – Network Access – activities to access business angel investor for all steps; and 8 – Closing Negotiation – activities to consolidate the deal and go to the investment phase. All the eight steps must be systematic and developed in an interactive way to reduce uncertainties and increase the chance of investment success.

Keywords: Angel investment. Angel investor. Business angel. Informal venture capital. Investment process.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - <i>Framework</i> metodológico e suas etapas	16
Figura 2 – Atividades das etapas do <i>framework</i> metodológico	17
Figura 3 – O <i>framework</i> metodológico com suas oito etapas e atividades.....	18
Figura 4 - O domínio da pesquisa sobre empreendedorismo	27
Figura 5 - Correlação entre estágio de desenvolvimento da empresa e mercado de <i>venture capital</i>	38
Figura 6 - As três fases de processo de investimento anjo	50
Figura 7 - As quatro etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Teybee e Bruno	52
Figura 8 - As seis etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Fried e Hisrich	54
Figura 9 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Riding, Madill e Haines	58
Figura 10 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Paul, Whittam e Wyper.....	60
Figura 11 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Maxwell, Jeffrey e Lévesque	65
Figura 12 - Metodologia da Pesquisa	71
Figura 13 - As sete etapas-chave do modelo teórico	82
Figura 14 - Atividades da etapa de Tese de investimentos.....	107
Figura 15 - Atividades da etapa de busca e seleção de oportunidades	108
Figura 16 - Atividades da etapa de habilitação do empreendedor.....	110
Figura 17 - Atividades da etapa de validação do negócio	111
Figura 18 - Atividades da etapa de validação do investimento	113
Figura 19 - Atividades da etapa de melhoria do plano de negócios	114
Figura 20 - Atividades da etapa de acesso ao network.....	116
Figura 21 - Atividades da etapa de fechamento das negociações.....	117
Figura 22 - O <i>Framework</i> Metodológico e suas etapas.....	118
Figura 23 - As Etapas e atividades que compõem o <i>Framework</i> Metodológico.....	119
Figura 24 – O <i>Framework</i> metodológico com suas oito etapas e atividades	120

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Crescimento do investimento anjo no Brasil	43
Gráfico 2 - Tempo de Atuação	87
Gráfico 3 – Números de Investimentos Realizados.....	87

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Programas brasileiros de suporte ao empreendedor	20
Quadro 2 - Comparativo sobre a visão do empreendedor	28
Quadro 3 - Diferenças entre mercado formal e informal de <i>venture capital</i>	40
Quadro 4 - Definição de Investidor Anjo	46
Quadro 5 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Teybee e Bruno	53
Quadro 6 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Fried e Hisrich.....	57
Quadro 7 - Resultados esperados nas etapas do Riding, Madill e Haines.....	59
Quadro 8 - Aspectos da empresa analisados na etapa da Triagem.....	62
Quadro 9 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Paul, Whittam e Wyper.....	64
Quadro 10 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Maxwell, Jeffrey e Lévesque	66
Quadro 11 - Quadro resumo dos modelos estudados	67
Quadro 12 - Modelo de Análise da pesquisa	74
Quadro 13 - Etapas de pesquisa e técnicas de coleta e de análise de dados.....	77
Quadro 14 - Roteiro da Entrevista semiestruturada	78
Quadro 15 - As sete Etapas-chave do modelo teórico proposto pelo autor.....	81
Quadro 16 - Descrição das atividades da etapa de Tese de investimentos.....	107
Quadro 17 - Descrição das atividades da etapa de busca e seleção de oportunidades	109
Quadro 18 - Descrição das atividades da etapa de habilitação do empreendedor.....	110
Quadro 19 - Descrição das atividades da etapa de validação do negócio	112
Quadro 20 - Descrição das atividades da etapa de validação do investimento	113
Quadro 21 - Descrição das atividades da etapa de melhoria do plano de negócios	115
Quadro 22 - Descrição das atividades da etapa de acesso ao network	116
Quadro 23 - Descrição das atividades da etapa de fechamento das negociações.....	117

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Risco do investimento versus tempo e retorno exigido.....	34
Tabela 2 - Principais atividades realizadas pelo Investidor Anjo.....	56
Tabela 3 - Informações dos investidores anjo e especialistas selecionados para entrevista.....	76

SUMÁRIO

1	RESUMO EXECUTIVO	13
2	INTRODUÇÃO.....	19
2.1	DESCRIÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA	20
2.2	OBJETIVOS	23
2.2.1	Objetivo geral	23
2.2.2	Objetivos específicos.....	23
2.3	JUSTIFICATIVA	23
3	REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
3.1	EMPREENDEDORISMO	25
3.2	FINANCIAMENTO AO EMPREENDEDOR	29
3.3	<i>VENTURE CAPITAL</i> OU CAPITAL DE RISCO	31
3.3.1	Breve histórico do <i>venture capital</i>	32
3.3.2	O conceito de <i>venture capital</i>	33
3.3.3	Os segmentos do mercado de <i>venture capital</i>	35
3.4	O MERCADO INFORMAL DE CAPITAL DE RISCO	39
3.4.1	Investidores que atuam no mercado informal de <i>venture capital</i>	40
3.5	INVESTIDOR ANJO OU <i>BUSINESS ANGEL</i>	44
3.6	O PROCESSO DO INVESTIMENTO ANJO	48
3.6.1	O Macroprocesso do investimento <i>venture capital</i>	48
3.6.2	A fase de pré-investimento do processo de investimento anjo e a tomada de decisão para escolha das empresas.....	51
4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	69
4.1	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	69
4.2	PARADIGMA, ONTOLOGIA E EPISTEMOLOGIA DA PESQUISA	70
4.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	70
4.3.1	Proposta do modelo teórico da fase de pré-investimento	71
4.3.2	Realização do estudo multicaso por meio de entrevista semiestruturada.....	71
4.3.3	Proposição de <i>framework</i> metodológico a partir do modelo teórico e entrevista semiestruturada com investidores anjo.	73
4.4	MODELO DE ANÁLISE	74
4.5	CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS ENTREVISTADOS	74
4.6	OBTENÇÃO, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	76
4.6.1	Roteiro da Entrevista Semiestruturada	77
4.7	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	79
5	ANÁLISE DOS MODELOS DA LITERATURA E PROPOSTA DO MODELO TEÓRICO.....	80
6	APRESENTAÇÃO E ANÁLISES DOS DADOS.....	86

6.1	BLOCO 1 - CARACTERIZAÇÃO DOS ENTREVISTADOS E SUAS OPERAÇÕES DE INVESTIMENTOS	86
6.1.1	Perfil dos entrevistados.....	87
6.1.2	Características do processo e operações de investimento dos entrevistados.....	88
6.2	BLOCO 2 - BUSCA E SELEÇÃO DE OPORTUNIDADES	88
6.3	BLOCO 3 - HABILITAÇÃO DO EMPREENDEDOR E EQUIPE	94
6.4	BLOCO 4 - VALIDAÇÃO DO NEGÓCIO	96
6.5	BLOCO 5 - VALIDAÇÃO DO INVESTIMENTO	98
6.6	BLOCO 6 - MELHORIA DO PLANO DE NEGÓCIOS.....	101
6.7	BLOCO 7 - FECHAMENTO DAS NEGOCIAÇÕES	103
6.8	BLOCO 8 - INTERAÇÃO COM O NETWORK.....	104
7	PROPOSTA DO <i>FRAMEWORK</i> METODOLÓGICO	106
7.1	ETAPA 1 - DEFINIÇÃO DA TESE DE INVESTIMENTOS	106
7.2	ETAPA 2 - BUSCA E SELEÇÃO DE OPORTUNIDADES.....	107
7.3	ETAPA 3 - HABILITAÇÃO DO EMPREENDEDOR E EQUIPE	109
7.4	ETAPA 4 - VALIDAÇÃO DO NEGÓCIO	111
7.5	ETAPA 5 - VALIDAÇÃO DO INVESTIMENTO	112
7.6	ETAPA 6 - MELHORAMENTO DO PLANO DE NEGÓCIOS.....	114
7.7	ETAPA 7 - ACESSO AO NETWORK DO INVESTIDOR ANJO	115
7.8	ETAPA 8 - FECHAMENTO DAS NEGOCIAÇÕES.....	117
7.9	O <i>FRAMEWORK</i> METODOLÓGICO	118
7.10	AS ATIVIDADES DAS ETAPAS DO <i>FRAMEWORK</i> METODOLÓGICO	118
8	CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS	121
8.1	PROPOSTA PARA FUTURAS PESQUISAS	123
	REFERÊNCIAS	124
	APÊNDICE A - Exemplo de Transcrições das Entrevistas	129

1 RESUMO EXECUTIVO

O Desenvolvimento de novas empresas associado a investimentos de capital de risco é uma atividade importante para a competitividade regional e desenvolvimento econômico de uma nação. Novas empresas são ativos importantes das economias desenvolvidas, pois possuem produtos de alto valor agregado que refletem diretamente no crescimento da empresa, criação e qualificação de empregos, aumento da renda e arrecadação de impostos, maior competitividade da indústria tradicional, dentre outros impactos positivos. Porém, captar recursos é uma etapa crítica para as empresas que estão no seu estágio inicial e os empreendedores podem levantar financiamento em diversas fontes, dentre elas o investimento anjo.

O conceito de investimento anjo pode ser descrito como o processo de financiamento ao empreendedor ou a sua empresa nascente quando o capital é obtido diretamente com os chamados investidores anjo, ou seja, sem uma intermediação de outros agentes financeiros como acontece no mercado privado de *venture capital* e do mercado público de *equity*. A atividade de investimento anjo faz parte do mercado informal de *venture capital*, que se caracteriza pela inexistência de um intermediário financeiro nas transações entre o empreendedor e o investidor anjo, e, por não possuir profundas regulamentações por parte de órgãos governamentais e/ou financeiros, sendo muitas vezes não identificado em uma operação de investimento. Como consequência tem-se uma etapa importante no processo de financiamento de pequenas empresas, que apresenta escassez de informações de qualidade dificultando a estruturação de novos conhecimentos e metodologias que possam servir como referência aos investidores anjo.

O processo de investimento anjo, por ter uma característica subjetiva maior do que o processo do investimento de *venture capital*, deve ter um cuidado extra na sua condução. Se o processo for bem conduzido desde as primeiras atividades de interação com as empresas, pode apresentar grande influência no resultado das operações de investimento anjo.

Assim, este trabalho busca estruturar um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos por meio de uma pesquisa qualitativa. No primeiro momento foi realizado um levantamento bibliográfico que resultou em um modelo teórico sobre o processo de investimento anjo no contexto da seleção de empresas para realizar investimentos. O modelo teórico foi apresentado a investidores anjo e especialistas que participaram de uma entrevista semiestruturada.

É importante ressaltar que esta pesquisa não está analisando os critérios que levam o

investidor anjo a fazer uma tomada de decisão sobre escolher uma empresa ou outra, mas sim, o processo em si, ou seja, as etapas e atividades executadas para ser mais assertivo na escolha das suas oportunidades de investimento.

O *framework* metodológico é resultante do levantamento da literatura sobre o assunto, a vivência do mestrando na área de empreendedorismo inovador e as informações geradas por meio das entrevistas realizadas com investidores anjo e especialistas que atuam ativamente neste segmento. O *framework* metodológico proposto contempla oito etapas, descritas a seguir:

- a) Etapa 1 - Definição da Tese de investimentos: A tese de investimentos aponta as principais características que delimitam a busca de oportunidades e envolve definições como: (1) o setor da indústria no qual a empresa atua, (2) estágio de maturidade da oportunidade/empresa, (3) valor do investimento a ser realizado, (4) intensidade de dedicação do investidor anjo, (5) percentual de participação do investidor anjo, (6) necessidade de futuras rodadas e (7) sinergia e complementariedade com o portfólio existente do investidor anjo;
- b) Etapa 2 – Busca de oportunidades: A etapa de busca de oportunidades tem como objetivo principal identificar as melhores oportunidades para realizar investimentos anjo. Esta etapa não apresenta uma alta complexidade para o seu desenvolvimento, porém, exige que o investidor anjo tenha um network de qualidade, com pessoas dispostas a fazer a aproximação do investidor anjo com o empreendedor detentor da oportunidade;
- c) Etapa 3 – Habilitação do empreendedor e equipe: O objetivo desta etapa é construir uma visão sólida e realista sobre o empreendedor e sua equipe. Os investidores, de forma geral observam duas características fundamentais: (1) A capacidade do empreendedor e sua equipe em conduzir o negócio com competência e transformá-lo em um sucesso e (2) identificar a sinergia e empatia entre os membros da equipe e entre a equipe e o investidor anjo evitar potenciais conflitos e problemas de relacionamento no futuro, durante a fase de investimento;
- d) Etapa 4 – Validação do Negócio: Esta etapa tem como principal objetivo estruturar uma série de informações que leve a concluir se o negócio que está sendo apresentado pelo empreendedor e sua equipe realmente tem potencial de sucesso no mercado. Como resultado, esta etapa apresenta um rol de empresas que apresentam verdadeiro potencial de sucesso para realizar investimentos;

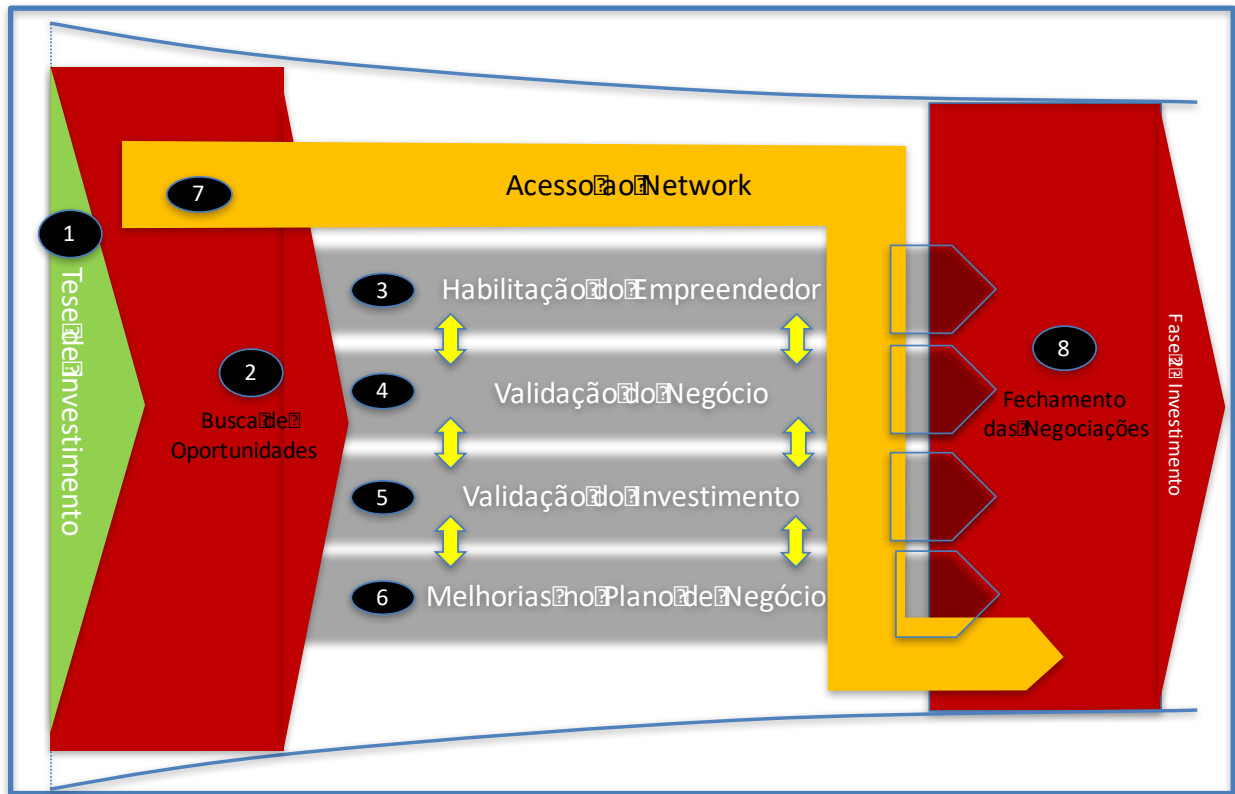
- e) Etapa 5 – Validação do Investimento: Esta etapa tem como objetivo estruturar uma visão clara para a tomada de decisão sobre o investimento a ser feito. É de fato nesta etapa que acontece a decisão sobre realizar ou não o investimento. Na maioria das vezes esta etapa é crítica, pois envolve uma árdua negociação entre investidor e empreendedor sobre o valor do negócio em questão e a consequente participação societária do investidor resultando dos recursos que estão sendo investidos;
- f) Etapa 6 – Melhoria do Plano de Negócios: O principal objetivo desta etapa é alinhar as percepções do empreendedor e investidor anjo no que diz respeito ao modo como a empresa será conduzida no futuro. O principal resultado é um plano de negócios robusto, no qual as competências tanto do empreendedor quanto do investidor são contempladas. Além disso, proporciona uma visão unificada de como os negócios futuros serão desenvolvidos, aumentando as chances de se atingir metas com maior segurança e rapidez e reduzindo potenciais conflitos relacionados à condução conjunta do futuro negócio;
- g) Etapa 7 – Acesso ao network do investidor anjo: Esta etapa é a mais transversal de todas, ou seja, em todas as etapas anteriores existem atividades relacionadas ao acesso ao network do investidor para buscar oportunidades de negócios, obter informações para habilitar o empreendedor, obter informações e ajuda para validar o negócio, atrair outros investidores para realizar coinvestimento, interagir com clientes para identificar pontos de melhorias no negócio como um todo, dentre outras;
- h) Etapa 8 – Fechamento das Negociações: Etapa que consolida a fase de pré-investimento e faz a transição para a fase de investimento, na qual o recurso é investido e o negócio começa formalmente a ser desenvolvido. Seu principal objetivo é garantir a segurança jurídica de toda a operação de investimento.

Alguns pontos merecem destaque no *framework* resultante desta pesquisa. Primeiramente, o ponto que contempla um elemento antes invisível no processo de investimento anjo: a definição da tese de investimentos. Esta tese de investimentos tem como função principal limitar a grande quantidade de propostas que surgem para o investidor anjo, sem, no entanto, possuir sinergia com seu interesse.

Outro ponto a se destacar diz respeito ao desenvolvimento paralelo e interativo da maioria de suas atividades, ou seja, o processo de seleção de empresas para realizar investimento anjo não pode ser encarado de forma sequencial e unidirecional, todas as

atividades interagem entre si e, muitas vezes, são complementares, nas quais uma atividade alimenta com informações e conhecimentos a outra, conforme demonstrado na Figura 1.

Figura 1 - *Framework* metodológico e suas etapas

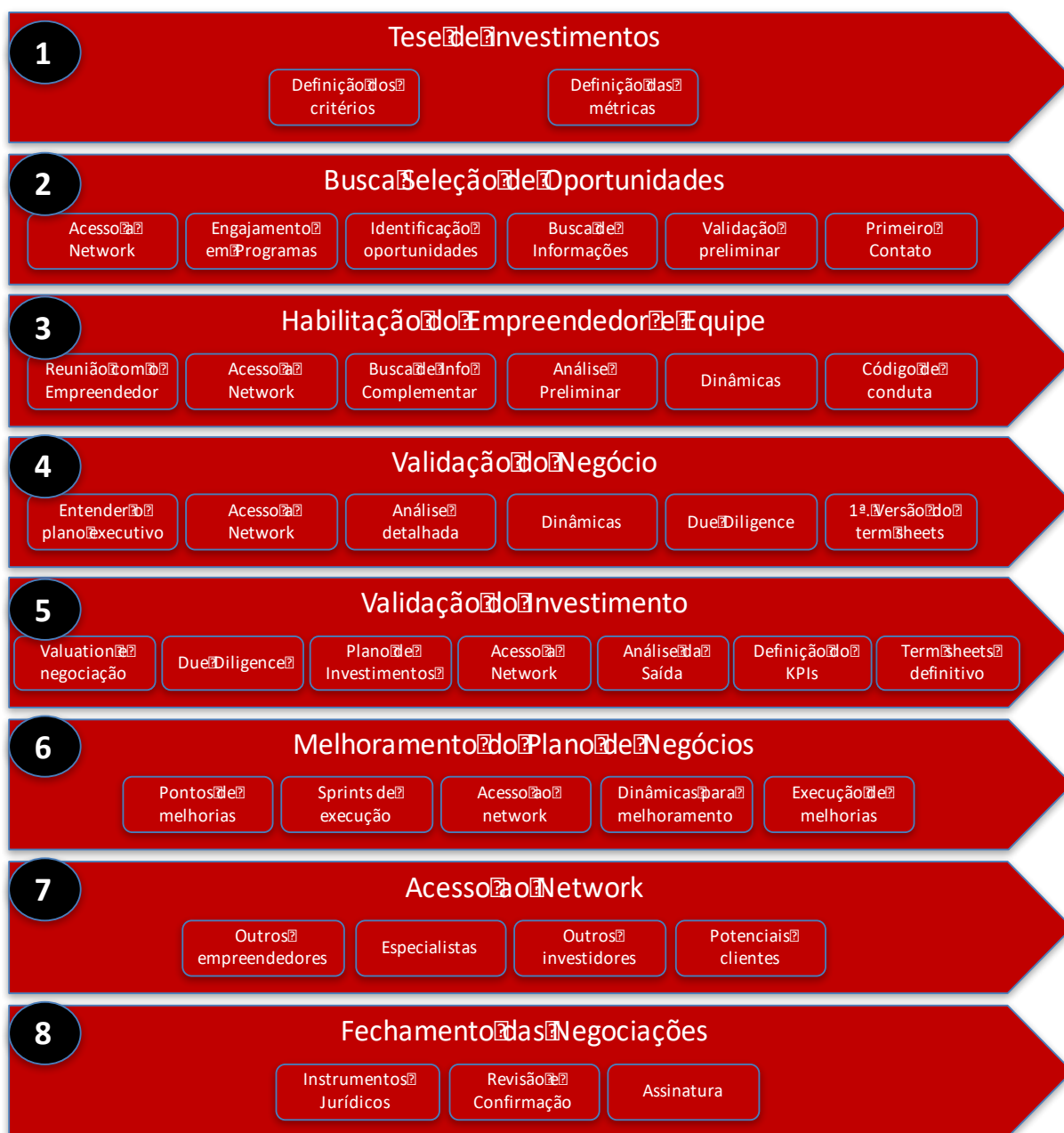


Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O acesso ao network é previsto em vários outros modelos como uma atividade de suporte principalmente nas etapas de busca e seleção de oportunidades e validação do negócio. Porém, a proposta contempla esta etapa de acesso ao network como algo contínuo que envolve todas as outras etapas em todos os momentos, ou seja, o network é a etapa mais intensa de todo o *framework*.

Para execução da fase de pré-investimento o *framework* metodológico proposto contempla também 39 atividades associadas às etapas, conforme ilustrado na Figura 2.

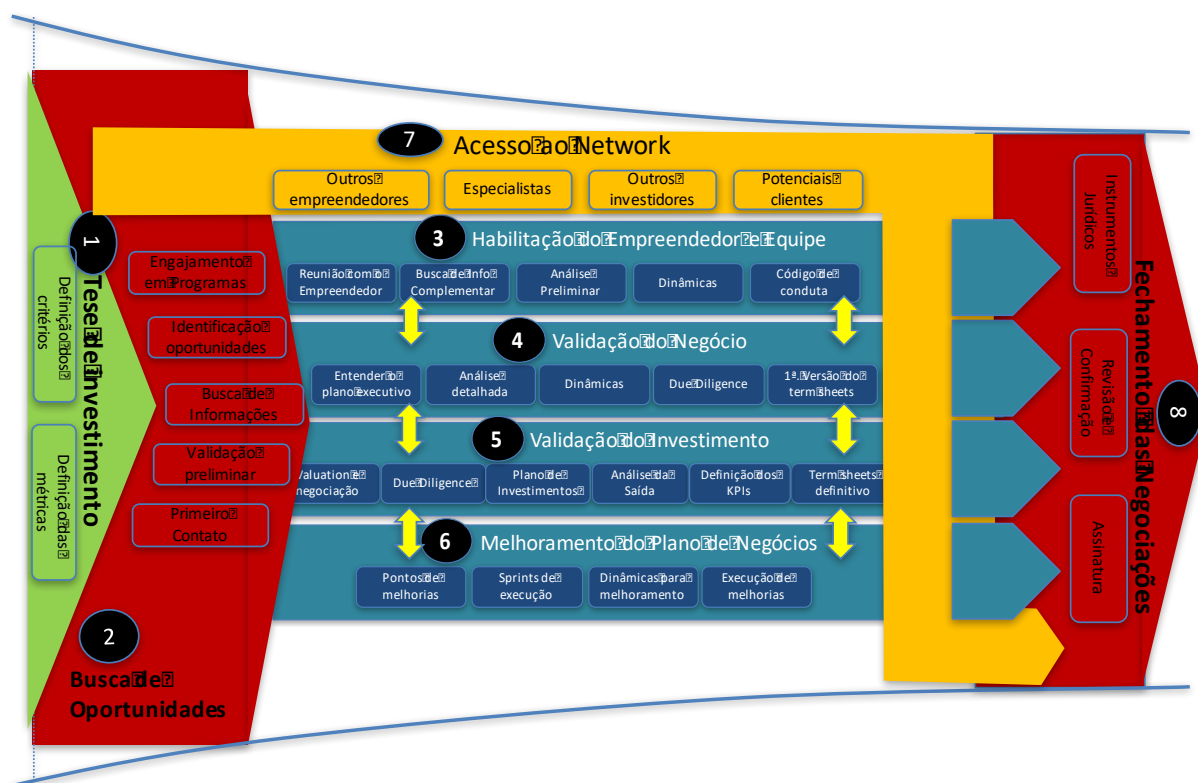
Figura 2 – Atividades das etapas do *framework* metodológico



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

A Figura 3 resume em uma única ilustração a proposta do *framework* metodológico, integrando e contemplando todas as etapas e cada uma das atividades a serem desenvolvidas pelo investidor anjo.

Figura 3 – O *framework* metodológico com suas oito etapas e atividades



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Apesar de as atividades executadas pelos investidores anjo envolverem um alto grau de subjetividade em seu conteúdo, um processo bem sistematizado pode reduzir as incertezas e riscos e aumentar significativamente as chances de sucesso.

2 INTRODUÇÃO

O Desenvolvimento de novas empresas associado a investimentos de capital de risco se caracteriza como uma atividade importante para a competitividade regional e desenvolvimento econômico de uma nação (ARAM, 1989). Novas empresas são ativos importantes das economias desenvolvidas, pois possuem produtos de alto valor agregado que refletem diretamente no crescimento da empresa, criação e qualificação de empregos, aumento da renda e arrecadação de impostos, maior competitividade da indústria tradicional, dentre outros impactos positivos.

Blank e Dorf (2012) afirmam que principalmente as empresas de alta tecnologia necessitam de investimentos de dezenas de milhões de dólares para garantir sua expansão rápida e competitiva e, a maioria dos empreendedores não dispõem de todos os recursos necessários para enfrentar os desafios inerentes ao desenvolvimento de uma *startup*. Ries (2013) conceitualiza *startup* como uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza.

Nesse contexto, de necessidade de volumosos recursos e alto risco, os investidores de capital de risco, dentre eles os investidores anjo, representam um elo importante na alavancagem de financiamento para empresas, principalmente aquelas que necessitam de recursos consideráveis para fazer frente aos desafios de mercados globais (SHANE; HEIGHTS, 2012).

O processo de investimento anjo é bastante difundido em vários países, porém, ainda engatinha no Brasil. Estima-se que no ano de 2015, os Estados Unidos da América tinham aproximadamente 300 mil investidores anjos que investiram cerca de 24,1 bilhões de dólares. (ANGEL CAPITAL ASSOCIATION, 2015). No Reino Unido, os números são um pouco mais modestos: somente a associação dos investidores anjo tem 18 mil associados – no que se pode concluir que o número de investidores anjo tende a ser bem maior – que investiram, em 2014, cerca de 1 bilhão de Libras. (UK BUSINESS ANGEL ASSOCIATION, 2014). Estima-se que no Brasil sejam pouco mais de 7 mil em 2016 e que os valores totais dos investimentos foram na ordem de 851 milhões de reais, um aumento de 9% em relação ao ano de 2015 (REVISTA PEQUENAS EMPRESAS & GRANDES NEGÓCIOS, 2016).

Estes números demonstram que a atividade do investidor anjo no Brasil tem um grande potencial de crescimento e, para acelerar este cenário, é fundamental promover a cultura do investimento anjo, assim como prover conhecimentos, ferramentas e outros incentivos para estimular que novas pessoas utilizem seus recursos para investir na produção

de soluções inovadoras.

2.1 DESCRIÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA

No Brasil existem diversas iniciativas para criar e desenvolver empresas inovadoras conforme pode ser observado no Quadro 1. Em comum, estas iniciativas estão focadas no suporte exclusivamente ao empreendedor para estruturação e desenvolvimento de uma empresa.

Quadro 1 - Programas brasileiros de suporte ao empreendedor

PROGRAMA	ABRANGÊNCIA	DESCRIÇÃO
1. Inovativa Brasil	Brasil	Realizado pelo Governo Federal/MDIC. É destinado a <u>empreendedores</u> com empresas que apresentam faturamento anual máximo de R\$ 3,6 milhões de reais. Oferece capacitações; mentorias e networking com especialistas e investidores. (https://www.inovativabrasil.com.br/)
2. Sinapse da Inovação	Santa Catarina	Realizado pela Fundação CERTI e promovido pela FAPESC em parceria com o SEBRAE, o programa é destinado a <u>empreendedores</u> com empresas com até 12 meses. Oferece capacitações e subvenção econômica. (http://portal.sinapsedainovacao.com.br/)
3. Seed	Global	Criado pela FAPEMG/MG, o programa é destinado a brasileiros e estrangeiros <u>empreendedores</u> em tecnologia digital. Oferece suporte através de capital; espaço de <i>coworking</i> ; mentorias; formação empreendedora e acesso a parceiros. (http://seed.mg.gov.br/)
4. Startup Brasil	Brasil	Iniciativa do Governo Federal/MCTI. Destinado a <u>empreendedores</u> brasileiros e estrangeiros, oferecendo acesso a aceleradoras com espaço, infraestrutura e investidores no Brasil e exterior, além de uma bolsa mensal e suporte na participação em eventos. (https://www.startupbrasil.org.br/)
5. Startup Rio	Rio de Janeiro	Realizado pela Secretaria de Ciência e Tecnologia do Rio de Janeiro. É destinado a brasileiros e estrangeiros <u>empreendedores</u> em tecnologia digital e oferece capital semente, mentorias e espaço compartilhado. (http://www.startuprio.rj.gov.br/)
6. Startup SC	Santa Catarina	Uma iniciativa do Sebrae/SC, o programa é destinado aos futuros <u>empreendedores</u> ou empreendedores com empresas que tenham produtos e modelos de negócios inovadores, com foco em tecnologia. Oferece mentorias, serviços tecnológicos, coaching e capacitações. (http://www.startupsc.com.br/)
7. Startup Locaweb	Brasil	Organizado pela Empresa Locaweb e pela Endeavor Brasil. É destinado a <i>startups</i> de internet, com faturamento anual até R\$5 milhões. Oferece capital, espaço, mentoria, estrutura financeira, jurídica, de produtos e marketing e network para prospecção. (http://startups.locaweb.com.br/)
8. TTBx Brasil	Brasil	É um programa da Siemens, destinado a <i>startups</i> de base tecnológica com atuação de processos industriais, smart grids e TI em diagnóstico por imagem. Oferece possibilidade de parceria com a Siemens e incorporação da tecnologia no portfólio da Siemens. (http://n.startupbase.net/arena/ttbx-siemens-brasil)
9. Programa Promessas	Brasil	Programa da Apex-Brasil em parceria com a Endeavor. O programa é destinado aos futuros <u>empreendedores</u> ou sócios de empresas. Oferece mentorias. (http://www.scaleupendeavor.org.br/)

Continua

Quadro 1 - Programas brasileiros de suporte ao empreendedor (conclusão)

PROGRAMA	ABRANGÊNCIA	DESCRIÇÃO
10. Programa Desafio Brasil	Brasil	Realizado pela FGV Gvcepe e Wenovate. É destinado a <u>startups</u> lançadas nos últimos dois anos e com faturamento anual líquido menor que R\$6 milhões. Oferece capacitação, mentorias, acesso a investidores (nacionais e estrangeiros) e prêmios. (https://startupi.com.br/)
11. INOVABRA	Brasil	Uma iniciativa do Banco Bradesco, o programa é voltado a apoiar <u>empresas</u> regularmente constituídas com projetos inovadores com soluções aplicáveis ou que sejam adaptáveis ao setor financeiro. Oferece acesso a profissionais para assessoria especializada. (https://www.inovabra.com.br/)
12. Start-Ed Lab	Brasil	Promovido pela Fundação Lemann, é um programa de estímulo a <u>empreendedores</u> com empresas nas fases iniciais de desenvolvimento e distribuição de soluções tecnológicas inovadoras para educação. O programa oferece capacitação e orientação focada nos desafios e especificidades do setor educacional no Brasil, interações com profissionais e especialistas de referência na área e apoio financeiro para cobrir custos de participação nos encontros presenciais. (http://www.fundacaolemann.org.br/start-ed/)
13. VAI TEC	São Paulo	Promovido pela Prefeitura de SP/Agência de Desenvolvimento, visa apoiar <u>jovens empreendedores</u> acima de 14 anos, grupos, microempresas, microempreendedor individual e cooperativas nas áreas de TIC, com subsídios de até R\$ 27K. (http://www.adesampa.com.br/vaitec_ade/)
14. Mobile Futures	Brasil	Realizado pela empresa Mondelez Brasil. É destinado aos <u>empreendedores e suas empresas digitais</u> . Oferece capital para financiar o projeto piloto, network e suporte de profissionais no planejamento e lançamento dos pilotos desenvolvidos. (http://mobilefuture.org/)

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Apesar destes programas serem importantes para a qualificação dos empreendedores, existe uma lacuna após sua finalização que representa um dos maiores desafios no desenvolvimento de empresas inovadoras: a alavancagem financeira no primeiro estágio de estruturação do negócio e comercialização das inovações produzidas. Isso ocorre porque poucos empreendedores têm recursos suficientes para fazer frente aos desafios de financiamento dos estágios iniciais de uma empresa (ARAM, 1989). Muitas vezes, devido às características dos estágios evolutivos da empresa, este tipo de investimento é percebido como de alto risco e, por isso, são evitados pelos agentes financeiros mais tradicionais como bancos e outros atores financeiros do mercado.

Neste contexto, o investidor anjo, aquele que utiliza recursos próprios para financiar novas empresas e empreendedores, é um ator fundamental para o sucesso do empreendimento. (WETZEL JR., 1983; MAXWEL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011; SHANE; HEIGHTS, 2012). Porém, o processo de investimento anjo tem caráter informal, sendo muitas vezes invisível e frequentemente mal-entendido (WETZEL JR., 1981; WETZEL JR., 1987;

PROWSE, 1998). Como consequência, surge uma etapa importante no financiamento de empresas, que apresenta escassez de informações de qualidade (SHANE; HEIGHTS, 2012) para se estruturar conhecimento e metodologias que possam servir como referência aos investidores anjo.

No domínio da pesquisa sobre empreendedorismo, principalmente aquela focada no financiamento ao empreendedor, existem limites na construção de *frameworks* teóricos para explicar o processo de como as novas empresas obtém capital (HERRERAS, 2014). Mais além, o mesmo Autor reforça que o tema *venture capital* ou capital de risco tem recebido atenção da academia, enquanto o segmento informal, no qual os investidores anjo atuam, é relativamente negligenciado.

Este fenômeno não é descrito somente em artigos científicos e acadêmicos. Para Cuban (2015), um especialista de referência no mercado de investimentos anjo da Região Bay Area, CA/USA, os investidores anjo necessitam de suporte, metodologias e recursos para enfrentar os desafios do investimento no primeiro estágio das empresas, porém, a inexperiência destes investidores tem se tornado um problema que reflete diretamente na liquidez do mercado.

Com isso, apesar do esforço de algumas poucas organizações promotoras da atividade de investimento anjo, percebe-se que existe uma carência de conhecimento explícito e sistêmico focados na atividade do investidor anjo, principalmente dos brasileiros, que possibilite construir uma base metodológica para subsidiar e/ou capacitar este importante ator do desenvolvimento de empresas inovadoras e que possibilite ampliar a quantidade e qualidade desta atividade no Brasil, aumentando a cultura do investimento em empresas, reduzindo riscos, acelerando processos e, por fim, resultando em um maior impacto no desenvolvimento econômico das regiões brasileiras.

Desta forma, neste estudo, procura-se criar conhecimentos e um *framework* metodológico para oferecer suporte aos investidores anjo no processo de seleção de empresas para realizar investimentos e, assim, por um lado, ampliar operações desta natureza ao mesmo tempo em que e, por outro, aumentar a qualidade operações de alavancagem financeira das empresas, o que reflete diretamente no retorno dos investimentos realizados.

2.2 OBJETIVOS

2.2.1 Objetivo geral

Estruturar um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos.

2.2.2 Objetivos específicos

Para se alcançar o objetivo geral foram definidos quatro objetivos específicos:

- a) Caracterizar o Investidor Anjo, seu mercado de atuação e o processo de investimento;
- b) Identificar as etapas de seleção de empresas para realizar investimentos anjo;
- c) Analisar atividades-chave para o sucesso na seleção de empresas para investimento anjo;
- d) Construir um *framework* metodológico do processo seleção de empresas para realização de investimento anjo.

2.3 JUSTIFICATIVA

Investimento anjo é uma prática fundamental para alavancar empresa no seu estágio inicial de operação. Uma pesquisa realizada por Riding, Druxbury e Haines (1997) afirmam que cerca de 97% das negociações para realização de investimento anjo, no Canadá, acabam não se concretizando. Segundo os Autores, estes altos índices de não conclusão das negociações são resultantes da falta de referência metodológica e parâmetros para a tomada de decisão por parte do investidor anjo. Em complemento, Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) asseguram que números muito similares também são apontados em países como Estados Unidos e Reino Unido.

Por isso, esta pesquisa propõe criar um *framework* metodológico para servir como referência para investidores anjo que atuam no mercado para selecionar de forma adequada das empresas que receberão seus investimentos e, com isso, aumentar o número de operações de investimentos. Como consequência, busca-se aumentar o profissionalismo dos investidores anjo e das empresas, no tocante à alavancagem de investimentos, reduzindo o empirismo e refletindo diretamente no retorno dos investimentos. Além disso, potencializa a ampliação da

cultura do investimento anjo e, assim, promove o aumento da base de investidores anjo e a quantidade de recursos investidos.

Por outro lado, também, oportuniza às empresas e seus empreendedores a melhor entender e se adequar às práticas na interação com investimentos anjo, aumentando suas chances de sucesso nas negociações de captação de investimentos e, consequentemente, proporciona maior competitividade para economia brasileira, promovendo assim o desenvolvimento econômico de regiões, por meio do crescimento da atividade empresarial, geração de mais empregos e renda e ampliação da arrecadação de impostos.

Pelo olhar acadêmico, esta pesquisa soma-se às poucas existentes no Brasil sobre investimentos anjo. Em uma busca na base Scopus, utilizando as palavras-chave: *business angel*, *angel investor*, *angel investments*, investidor anjo e investimento anjo, o Brasil aparece com modestos três artigos publicados. Estados Unidos e Reino Unido encabeçam a lista com 88 e 74 artigos respectivamente. Em uma busca realizada no Portal de Periódicos da Capes, os números são muito similares. Utilizando os mesmos termos obteve-se dois resultados, mais especificamente a tese de Arrais (2006), intitulada “As barreiras enfrentadas pelos investidores anjos no Brasil”, que aborda o resultado de uma abordagem realizada por meio da aplicação de questionários a investidores anjo e que identificou diversas barreiras semelhantes às dos mercados internacionais e também peculiaridades do mercado brasileiro e, a dissertação de Machado (2015), intitulada “Investidor Anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimentos em *startups*”, faz uma análise detalhada dos principais critérios que levam investidores anjos a decidir onde investir”. Porém, nenhuma publicação aborda a criação de um *framework* metodológico para oferecer suporte aos investidores anjos na seleção de *startups* para realizar investimentos.

Assim, esta proposta de pesquisa adiciona conhecimentos sobre metodologias para investimentos anjo, criação e desenvolvimento de empresas inovadoras, assim como, alavancagem financeira de micro e pequenas empresas.

Para este Pesquisador, o estudo complementa os conhecimentos de sua atuação profissional na área do conhecimento de empreendedorismo inovador, principalmente em projetos de criação de *startups* inovadoras, vinda de centros de conhecimento como universidades e institutos de tecnologia.

O resultado desta pesquisa terá aplicação para alavancagem financeira de empresas e capacitação de potenciais investidores anjos, principalmente aqueles envolvidos no Programa Sinapse da Inovação.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Para o desenvolvimento da fundamentação teórica do tema desta pesquisa sobre processos associados ao investimento anjo é necessária uma reflexão sobre os temas conexos que podem trazer uma clara compreensão sobre o surgimento e evolução deste assunto. Assim, esta fundamentação teórica inicia com uma abordagem sobre o tema empreendedorismo e financiamento ao empreendedor, passando pelo tema Venture Capital (em português: Capital de Risco) e chegando ao tema Investimento Anjo, quando se aprofunda a pesquisa para explorar as etapas de investimentos e as atividades desenvolvidas para realizar o processo relativo à escolha das empresas que receberão seus recursos.

3.1 EMPREENDEDORISMO

As primeiras referências sobre o tema empreendedorismo aparecem de maneira superficial em meados do século XVII, na França, com a publicação do *Dictionnaire Universel du Commerce*, uma enciclopédia elaborada em 1723, por Jacques Savary des Bruslons, para servir como referência sobre economia e comércio. O termo empreendedorismo, segundo Dornelas (2001), foi cunhado por Richard Cantillon que caracterizou o empreendedor como aquele que assume riscos para iniciar algo novo.

Somente no início do século XX que o tema empreendedorismo foi abordado com maior profundidade, a partir das publicações feitas por Knight (1922) e Schumpeter (1934), que tratavam do desenvolvimento econômico como consequência da ação empreendedora, caracterizada pela incorporação de novos elementos como o risco, inovação, incertezas e gestão.

Schumpeter (1934) conceitua empreendedorismo por meio de uma abordagem bastante focada no surgimento de uma nova ordem econômica que acontece, geralmente, pela introdução de algo novo como um novo produto, serviço, formas de organização ou pela exploração de novos recursos naturais. Esta abordagem é bastante focada em uma visão econômica, deixando de lado elementos importantes como comportamento e processos.

Apenas nos últimos 30 anos é que a pesquisa científica sobre Empreendedorismo vem sendo desenvolvida de forma mais intensa e interdisciplinar (BYGRAVE, 2007), com crescente desenvolvimento de conhecimento em áreas como macro e microeconomia, administração de empresas, sociologia, geografia, dentre outras.

Corroborando a teoria de Schumpeter (1934), Wennkers e Thurik (1999) ressaltam a

eminente importância do empreendedor para a viabilizar inovação e aumentar a competitividade, fatores estes fundamentais para impulsionar o crescimento econômico. O Autor ainda reforça que a atividade empreendedora não está exclusivamente ligada à criação de novas empresas, mas, também, dentro de grandes empresas existentes, ou seja, aquelas que produzem um maior impacto na economia da região.

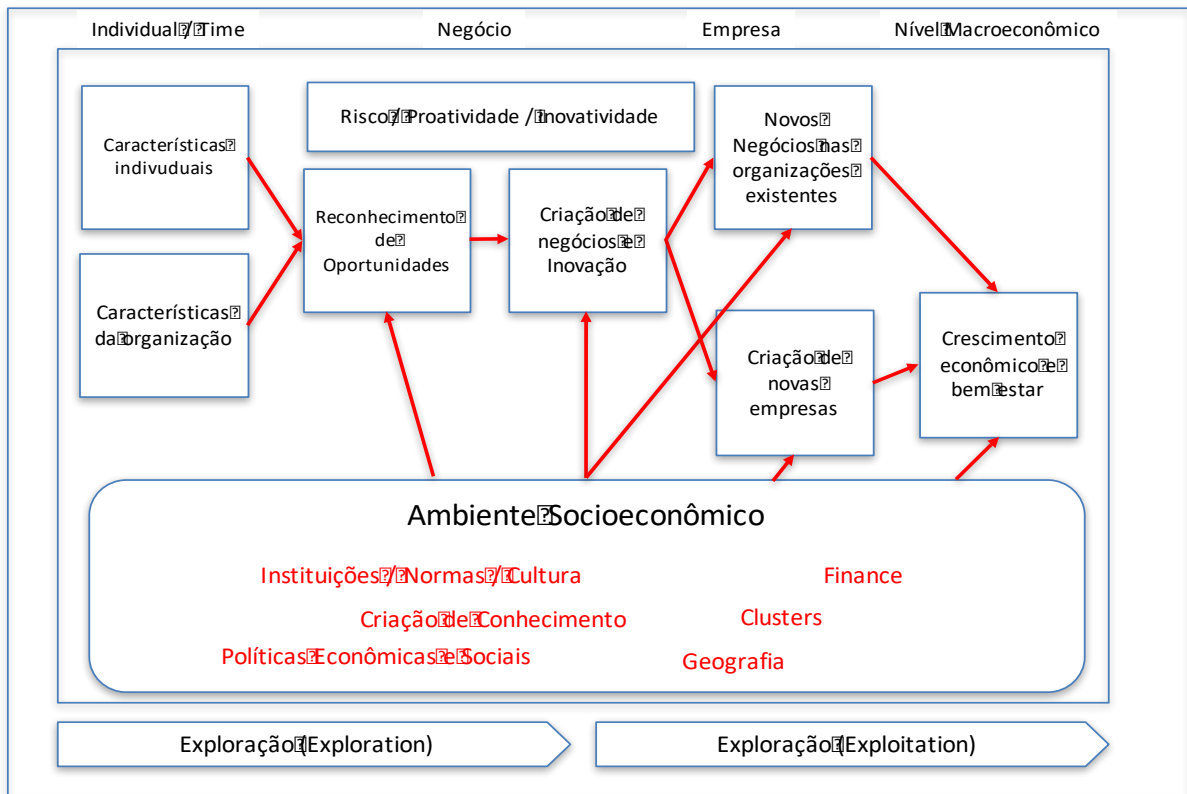
Wennekers e Thurik (1999) enfatizam a importância do empreendedorismo para o desenvolvimento econômico regional:

Nas economias modernas abertas o empreendedorismo é mais importante do que nunca. A razão disso é que a globalização e a revolução tecnológica implicam na necessidade de mudanças estruturais [e] [...] isso induz por uma intensa demanda por empreendedorismo. (WENNEKERS; THURIK, 1999).

Shane e Venkataraman (2000) foram os primeiros a propor uma visão ampliada para o conceito de empreendedorismo. Na construção de seus argumentos estão a inclusão de questões que antecedem à criação e/ou exploração de um novo negócio, ou seja, inclui o processo de detecção e criação da oportunidade. Aqui, percebe-se claramente três pontos focais: o indivíduo empreendedor, a oportunidade a ser descoberta e avaliada e o novo negócio a ser explorado.

Como forma de demonstração da abrangência do conceito de empreendedorismo, Carlsson et al. (2013) construíram um diagrama que busca evidenciar de forma mais explícita o domínio da pesquisa sobre empreendedorismo e, de certa forma, sua complexidade (Figura 4).

Figura 4 - O domínio da pesquisa sobre empreendedorismo



Fonte: CARLSSON et al., 2013, p. 925.

Ao analisar o diagrama, percebe-se que Carlsson et al. (2013) integram e complementam os conceitos explorados anteriormente. O *framework* demonstra a abrangência do tema empreendedorismo que envolve desde os fatores inerentes ao indivíduo e/ou da equipe empreendedora; evoluindo para questões relacionadas à potencial empresa a ser criada como, por exemplo, a descoberta e análise de oportunidades, risco e potencial inovador; evoluindo por questões sobre a empresa propriamente dita e seus processos organizacionais; e chegando até ao nível macroeconômico, o qual aborda o impacto na economia da região.

De forma bastante abrangente, Carlsson et al. (2013, p. 914) definem Empreendedorismo como:

Função econômica conduzida por pessoas empreendedoras, atuando independentemente ou com uma organização para perceber e criar novas oportunidades e, assim, introduzir suas ideias no mercado, considerando as incertezas e tomando decisões sobre localização, produtos, recursos, instituições e sistemas de recompensa. A atividade empreendedora e o empreendedorismo de risco são influenciados pelo ambiente socioeconômico e resulta em crescimento econômico e bem-estar do ser humano. (CARLSSON et al., 2013, p. 925).

Mesmo com o evidente amadurecimento do tema empreendedorismo, ainda se tem diferentes visões a seu respeito. Para demonstrar a diversidade de entendimentos do que é

empreendedorismo, Krakauer (2014) faz um comparativo sobre a visão a partir do que diferentes áreas do conhecimento têm a respeito do empreendedor, como apresentado no Quadro 2.

Quadro 2 - Comparativo sobre a visão do empreendedor

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

Fonte: KRAKAUER, 2014, p. 58.

Apesar de toda a diversidade na conceituação de empreendedorismo, as evoluções da pesquisa nas diversas áreas de conhecimento apontam para elementos de convergência, tais como:

- a) O indivíduo empreendedor e seus conhecimentos, habilidades e atitudes: É aquele que conduz, sozinho ou em grupo, as atividades econômicas do empreendedorismo. Ele é o principal responsável pela promoção do dinamismo na indústria e, conseqüentemente, influencia o ambiente socioeconômico que resulta do crescimento econômico;
- b) A oportunidade a ser explorada e a análise do risco: Consequência direta da atividade do empreendedor antes da criação propriamente dita da empresa. Trata-se predominantemente de uma atividade investigativa, porém, de grande impacto na condução da empresa após sua formalização;
- c) Criação e desenvolvimento das empresas: Formação da nova empresa ou mesmo de um novo produto, processo ou negócio da empresa existente. É neste momento que o empreendedor explora a oportunidade, buscando transformá-la em sucesso no mercado. Também, é prioritariamente neste momento que ocorre a entrada dos investidores na empresa;
- d) Crescimento econômico e bem-estar social: A criação de novas empresas, inovadoras e competitivas tem como resultado final o crescimento econômico e

o bem-estar social. Não é de se espantar todo o esforço do poder público em incentivar o empreendedorismo como forma de promover a prosperidade de uma região. Desde o primeiro momento em que a atividade empreendedora entrou para o campo de estudo da teoria econômica, vem sendo considerada um dos principais fatores dinamizadores da economia.

Nos últimos anos, o domínio da pesquisa sobre empreendedorismo tem evoluído ainda mais. Carlsson et al. (2013) apresenta uma lista de reconhecimentos do Global Awards for Entrepreneurship Research, que aponta Josh Lerner como vencedor do prêmio, em 2010, pela sua pesquisa pioneira em *Venture Capital* e Empreendedorismo. Sua pesquisa traz importantes contribuições para as áreas financeiras sob a forma de financiamento ao empreendedor. Além disso, a pesquisa também contribui de forma expressiva à área do empreendedorismo inovador, abordando questões relacionadas a alianças, patentes e desenvolvimento de projetos de inovação aberta para o sucesso de empresas de base tecnológica e/ou *startups*.

No artigo de Kuratko, Morris e Schindehutte (2015), os Autores reconhecem que a atenção dispensada pela academia ao tema empreendedorismo nas últimas três décadas é algo sem precedentes. Nos últimos anos, o tema Financiamento de Risco (*Venture Finance*), incluindo tanto *Venture Capital* formal e informal quanto Investimento Anjo e outras técnicas inovadoras de financiamento que surgem a cada dia, reforçando e impulsionando a atividade empreendedora, tem obtido os maiores destaques no contexto do domínio do empreendedorismo.

3.2 FINANCIAMENTO AO EMPREENDEDOR

Como o empreendedor mobiliza e integra recursos para transformar uma oportunidade em um negócio de sucesso é um dos pontos importantes de pesquisa sobre empreendedorismo. No domínio da pesquisa sobre empreendedorismo, este tema é denominado *entrepreneurial finance*, que pode ser traduzido de forma livre como financiamento ao empreendedor.

Captar recursos é uma etapa crítica para os empreendimentos que estão no seu estágio inicial e, geralmente, o *venture capital* não é a única opção para o empreendedor e, talvez, também não seja a melhor alternativa dependendo do estágio de evolução da oportunidade ou do desenvolvimento da empresa. Empreendedores levantam financiamento em diversas fontes, porém, a maioria dos estudos não reconhecem outras formas além de *venture capital*

(CUMMING; VISMARA, 2017).

Em uma pesquisa que relaciona financiamento ao empreendedor, *venture capital* e desenvolvimento econômico, Samila e Sorenson (2011) destacam que os empreendedores que identificam oportunidades e antecipam necessidades financeiras futuras têm nos investidores de *venture capital* o meio para materializar suas ideias e transformá-las em negócios. Por sua vez, os investidores de risco têm nos empreendedores uma chance robusta de retornos consideráveis para seus investimentos.

A busca de financiamento ao empreendedor pode variar de montante, complexidade, regulamentação e vários outros fatores, dependendo do estágio de desenvolvimento que se encontra o empreendimento. Berger e Udell (1998) apontam em sua pesquisa, que cada fase do desenvolvimento da empresa pode apresentar modelos e estratégias diferentes de financiamento. Empresas recém iniciadas ou na sua fase inicial de crescimento tendem a captar investimentos em mecanismos de menor formalidade. Já empresas em um estágio de maior crescimento buscam mecanismos com maior formalidade e, conseqüentemente, maior controle. Empresas consolidadas utilizam mecanismos mais complexos e com alto grau de controle e, por conseguinte, montantes bem mais substanciais do que empresas nos estágios anteriores.

Kotha e George (2012) apontam uma série de fatores importantes para que o empreendedor tenha uma maior capacidade de atração de investimentos e uma maior participação acionária na empresa que está sendo formada. Segundo uma pesquisa aplicada com 611 empreendedores norte-americanos, a experiência do empreendedor no setor de atuação da nova empresa é o principal fator que facilita a captação de recursos e também favorece uma maior participação acionária na empresa. Empreendedores com 9,7 anos de experiência no setor de atuação da nova empresa têm cerca de 3% mais participação acionária que outros sem experiência. Outro fator facilitador se refere à experiência anterior em criar uma nova empresa. A pesquisa mostra que um empreendedor com este conhecimento tem 4,3% de participação acionária a mais que empreendedores sem esta experiência. Por fim, empreendedores que têm uma ampla rede de relacionamento e que podem acessá-la para obter ajuda, seja financeira ou não, têm maior potencial de atração de investimentos e menor retenção da sua participação acionária.

Empreendedores que optaram pela captação de recursos financeiros e não financeiros, a partir da sua rede de relacionamentos como, por exemplo, de membros da sua família, amigos e colegas, podem ter maiores vantagens na hora da negociação com os investidores de risco, pois, de certa forma, conseguem evoluir o estágio de desenvolvimento do seu negócio

aumentando seu poder de barganha na negociação societária no momento das primeiras interações com investidores fora do seu ciclo de relacionamento. Investidores que pertencem à rede de relacionamento dos empreendedores, como amigos e família, são considerados um grupo à parte dos investidores de *venture capital* formal ou informal, pois dentre os critérios utilizados para a tomada de decisão estão questões emocionais e subjetivas que, de certa forma, fogem das análises analíticas de validação da oportunidade e retorno do investimento.

Mesmo assim, *venture capital* claramente desempenha um importante papel para o empreendedorismo, principalmente nas áreas que envolvem alta tecnologia. Basta um olhar mais atento para regiões, nas quais existe alta concentração de capitalistas de risco que financiam empreendedores para constatar que existem empresas de alto valor agregado e, conseqüentemente, desenvolvimento econômico pujante.

3.3 VENTURE CAPITAL OU CAPITAL DE RISCO

Empreendedores que identificam oportunidade necessitam de recursos, principalmente financeiros, para inserir suas ideias no mercado. Muitas vezes, os empreendedores não possuem condições de suportar integralmente a implementação dessas ideias e, assim, a atividade de captação de recursos torna-se inevitável. A busca de recursos em fontes tradicionais de financiamento, como bancos e empresas especializadas, se mostra inviável por dois motivos: 1) empresas nascentes geralmente não possuem ativos tangíveis suficientes para garantir junto a entidades financiadoras o valor total dos recursos e, 2) o alto custo praticado pelas entidades comerciais para financiamentos. Assim, para o empreendedor resta buscar meios alternativos de captação de recursos, como por exemplo: sua rede de relacionamento com família, amigos e colegas; recursos subvencionados por entidades de fomento como as Fundações de Apoio à Ciência e Tecnologia dos Estados (FAPs) e a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP); patrocínios e apoios de entidades não governamentais como o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) e o Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (SENAI); *crowdfunding*; *venture capital* e outros meios menos tradicionais.

O tema *venture capital* é entendido como um elemento do campo de pesquisa sobre empreendedorismo e finanças, já que a busca por investimentos de risco é uma função importante desempenhada pelo empreendedor para financiar e introduzir suas ideias no mercado. Florida e Kenney (1988) afirmam que *venture capital* tem uma clara importância para as empresas nascentes, principalmente aquelas intensivas em conhecimento.

3.3.1 Breve histórico do *venture capital*

Alguns registros preliminares de atividades similares ao *venture capital*, ainda de forma não sistêmica, vêm da época das Cruzadas, quando grupos armados buscavam recursos que pudessem financiar sua expedição até a Terra Santa. Mais tarde, na época das grandes navegações, a atividade de *venture capital* foi utilizada por Cristóvão Colombo para financiar sua expedição ao novo mundo. No início da revolução industrial, as grandes indústrias dos países norte-americanos e europeus como, por exemplo, Wallenbergs, Vanderbilts, Whitneys, Rockefellers, e Warburgs, usaram intensamente a atividade de *venture capital* para se alavancarem. Porém, foi apenas em meados do século XX que nasceu o *venture capital* como conhecido. Oliveira (2013), em sua dissertação de mestrado, faz um levantamento histórico do *venture capital*: a primeira empresa de *venture capital* genuína nasceu nos EUA, era a chamada de American Research and Development Corporation (ARDC), criada em 1946 por pessoas ligadas ao Massachusetts Institute of Technology (MIT), Harvard Business School (HBS) e líderes empresariais locais. Este pequeno grupo fez investimentos de risco em empresas baseadas em tecnologias desenvolvidas para a Segunda Guerra Mundial. Em seguida, surge a primeira empresa que traz o modelo atual de *venture capital*: a Draper, Gaither e Anderson, formada em 1958. Seu modelo estava baseado nas empresas limitadas existentes na época, porém, delimitava um prazo de operação que ao final seus ativos eram transferidos para os investidores. Este modelo convivia com os modelos baseados em fundos de investimentos fechados e empresas de participações.

Gompers e Lerner (2001) destacam que foi nos anos 70 que houve o primeiro grande salto nos investimentos de *venture capital*, resultado da mudança feitas pelo governo dos Estados Unidos das regras nos fundos de pensões e empresas como Microsoft, Intel, Atari e Apple receberam investimentos, obtiveram sucesso e logo tornaram-se referências para o mercado.

Em 1999, houve uma segunda onda de investimento de *venture capital*, incentivada pelas novas soluções e negócios para internet. Mas foi em 2000, com o estouro da bolha de investimentos em empresas da internet que o *venture capital* vem se profissionalizando no mundo. Em sua tese de doutorado, Herreras (2014) relata que, após o ano de 2003, a recuperação iniciou de forma vigorosa, mas, com a crise financeira de 2008 vem crescendo de forma modesta, porém, com maiores avaliações e montante de investimentos.

No Brasil, o investimento de *venture capital* teve seu embrião na década de 70, com o

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que se antecipou à formação de uma indústria de intermediação financeira especializada em *Private Equity/Venture Capital* (PE/VC), provendo recursos para a capitalização das empresas por meio de ações e debêntures conversíveis, visando o futuro Initial Public Offering (IPO) em bolsa. Um documento desenvolvido pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), denominado “Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores”, relata a história do *venture capital* no País.

No Brasil, a estabilidade e maior confiança na economia em função do Plano Real, juntamente com novas oportunidades de negócios trazidas pelas privatizações, fez com que os investimentos aumentassem no país, no que ficou conhecido como a fase de expansão da indústria de *private equity* e *venture capital* brasileira. (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2013, p. 54).

Assim como em outras partes do mundo, o estouro da bolha da internet no ano de 2000 retraiu os investimentos e, como consequência, o setor de *venture capital* passou por uma profunda reestruturação fazendo com que sua expansão voltasse a partir de 2005, quando havia uma liquidez financeira mundial e a Companhia de Valores Mobiliários (CVM) autorizou a entrada dos fundos de pensão nos fundos de *venture capital*. Com isso, o número de gestoras e volume de capital aumentou consideravelmente.

Embora já conte com um volume e qualidade de recursos, profissionais e empresas que a torna bastante atrativa para investidores locais e internacionais, esta indústria é ainda pequena no Brasil se comparada à importância desta modalidade de investimentos em países desenvolvidos. (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2013, p. 57).

3.3.2 O conceito de *venture capital*

O conceito de *venture capital* ou capital de risco remete ao recurso dado por terceiros, em troca de participação acionária, para financiar empreendimentos no seu estágio de criação ou desenvolvimento inicial (WETZEL JR., 1983).

Para Cornelius e Persson (2009) definir capitalistas de risco é relativamente fácil já que não existem grandes discordâncias sobre seu conceito no domínio da pesquisa sobre *private equity*.

Capitalistas de risco são intermediários financeiros que coletam capital de quem tem e provêm para aqueles que necessitam com a finalidade de desenvolver um negócio de risco. Eles podem ser distinguidos dos banqueiros e outros provedores de

recursos pois seu capital é transformado em participações acionárias para alavancar empresas com alto potencial de crescimento. (CORNELIUS; PERSSON, 2009).

Para Gompers e Lerner (2001), *venture capital* é definido como:

Atividade de investimento, realizada por um ou vários capitalistas de risco independentes, com gestão profissional e dedicada a realizar um conjunto de investimentos em troca de participação acionária em empresas privadas de alto crescimento. (GOMPERS; LERNER, 2001).

A partir da definição destes Autores pode-se observar que o conceito é bastante homogêneo entre eles, tendo como principais pontos em comum: (1) o investimento em troca de participação acionária e (2) que é focado em empresas no estágio de criação ou desenvolvimento inicial, porém, com alto potencial de crescimento.

É importante observar que, quando os autores se referem ao estágio inicial da empresa, isso está diretamente ligado ao risco versus retorno do investimento. Wetzel Jr. (1983) explicita que há uma relação diretamente proporcional entre as variáveis risco e retorno do investimento. Investimentos realizados nos primeiros anos da empresa, quando ainda estão finalizando o protótipo de seus produtos e não efetivamente entraram no mercado (1-2 anos de existência) exigem retornos do investimento na casa dos 200%. Em empresas com atuação recente no mercado (2-3 anos de existência) exigem retornos na ordem de 100% e aquelas empresas que passaram pelas primeiras dificuldades de sobrevivência e estão na fase de penetração de mercado, os retornos exigidos chegam a 60%.

Tabela 1 - Risco do investimento versus tempo e retorno exigido

Estágio	Idade (anos)	Risco	Retorno Requerido (%)
Invenção	0 a 1	Extremo 	300
Protótipo	1 a 2		200
<i>Startup</i> (entrada mercado)	2 a 3		100
Sobrevivência	3 a 4		80
Penetração	4 a 5		60
Alto crescimento (estágio 1)	5 a 6		40
Alto crescimento (estágio 2)	6 a 7	Moderado	30
Crescimento contínuo	Mais de 7		20

Fonte: WETZEL JR., 1987.

Cada estágio de desenvolvimento apresenta diferentes criticidades. Enquanto no estágio de invenção há uma maior dificuldade em encontrar caminhos, muitas vezes

conceituais, para melhor materializar a oportunidade, no estágio de prototipagem os desafios são mais voltados para questões de tecnologia e engenharia de desenvolvimento do produto e processo. No estágio de *startup*, quando a empresa inicia suas atividades de vendas, a maior dificuldade é encontrar meios viáveis de se atingir o mercado alvo.

Os diferentes estágios de desenvolvimento da empresa exigem diferentes competências do empreendedor, ao mesmo tempo que apresentam diferentes oportunidades e desafios para os investidores de *venture capital*. O artigo de Norton e Tenenbaum (1993 apud HERRERAS, 2014), intitulado “*Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy*” ressalta que investidores de *venture capital* acabam se segmentando em limites geográficos, segmentos de atuação e, até mesmo, estágio de maturidade do negócio.

Isso se traduz em diferentes tipos de capitalistas de riscos, sendo cada tipo especializado em um determinado estágio de desenvolvimento da empresa, criando, assim, alguns segmentos de mercado.

3.3.3 Os segmentos do mercado de *venture capital*

O mercado de *venture capital* é classificado por Wetzel Jr. (1983) em três segmentos:

a) Mercado público de *equity*

Quando o capital para financiar a empresa é obtido por meio de oferta pública na bolsa de valores. O processo pelo qual as empresas captam recursos do mercado público de *equity* é chamado oferta pública inicial, em inglês Initial Public Offering (IPO), e acontece por meio de aumento de capital da empresa com a emissão de ações que são comercializadas na bolsa de valores. Os valores das ações são resultantes da demanda gerada por elas.

É uma modalidade com maior transparência e controle por parte dos órgãos regulamentadores. No Brasil, a Companhia de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão responsável pela regulação do mercado público de *equity* e tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. É bastante difundida no mundo e está presente nas importantes cidades financeiras do mundo.

Devido ao grau de complexidade e às exigências dos órgãos reguladores este segmento de *venture capital* é mais utilizado pelas grandes empresas, porém, o crescimento do número de empresas de base tecnológica viabilizou o surgimento de mercados alternativos de investimento em *venture capital*, especializados em empresas com consideráveis ativos intangíveis, mas com poucos ativos tradicionais e histórico no mercado. Os principais mercados alternativos de investimento são (1) a norte-americana de Nova York NASDAQ e a

(2) europeia Alternative Investment Market (AIM), localizada em Londres, UK, onde estão listados 2.800 e 963 empresas, respectivamente.

Para Herreras (2014), mesmo os mercados alternativos de investimento em *venture capital*, apesar de terem menos restrições e com negociações de menor porte, ainda são prioritariamente utilizados por grandes empresas, ficando inviáveis para empresas de pequeno e médio porte.

b) Mercado de *venture capital* formal

Também chamado de *private equity* ou mercado de *venture capital* profissional é aquele ao qual o capital para financiar a empresa é obtido por meio da intermediação com agências e/ou fundos financeiros. Robbie e Mike (1998) caracteriza mercado formal de *venture capital* como aquele no qual um profissional levanta recursos em fundos de pensões, empresas de seguros, bancos e outros investidores para constituir um fundo de *venture capital* e realizar investimentos em vários empreendedores e suas empresas nascentes em troca de participação acionária. As operações são bastante profissionalizadas e os investidores geralmente não participam das decisões, cabendo aos profissionais operadores do fundo de *venture capital* a condução dos processos de seleção e desenvolvimento dos negócios.

Os fundos de *venture capital*, geralmente, são formalizados em uma empresa privada que participa acionariamente das empresas investidas. Robbie e Mike (1998) e Herreras (2014) convergem na opinião de que estas empresas são bastante enxutas e pequenas, contando apenas com profissionais operadores e analistas de negócios. Estas empresas se remuneram principalmente por percentuais dos valores totais dos fundos de *venture capital* para desenvolver as atividades operacionais e administrativas e, por taxas de sucesso pelos retornos dos investimentos ou lucros das empresas investidas.

O mercado formal de *venture capital* é composto por quatro atores: (1) organizações gestoras, aquelas que intermediam os investidores de *venture capital* e as empresas investidas; (2) os veículos de investimentos, que integram investidores e empresas investidas. As organizações gestoras, que administram veículos de investimento como fundos ou empresas de participações, (3) os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos nos veículos) fazem aporte de capital nos veículos de investimento à medida que lhes seja solicitado pelas organizações gestoras e, (4) as empresas investidas. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio). (OLIVEIRA, 2013).

Muitas empresas de *venture capital* buscam segmentações geográficas ou setoriais para realizar seus investimentos. Isso porque consideram um fator de redução de risco dos

investimentos é conhecer profundamente o mercado local ou setorial no qual a empresa opera. Como estratégia de saída, os investidores buscam que as empresas investidas realizem sua Oferta Inicial de Ações (IPO) no mercado público de *equity* ou até mesmo vender a participação para outros fundos de *venture capital*.

A profissionalização do mercado de *venture capital* reflete no estágio de desenvolvimento do portfólio de empresas investidas. Robbie e Mike (1998) afirmam que a estrutura do mercado formal de *venture capital* explica porque a maioria das empresas de *venture capital* tendem a investir em oportunidades em estágios mais avançados de desenvolvimento e, isso pode ser uma das explicações do porquê apenas 5,5% dos investimentos do *venture capital* formal são efetivados em empresas na fase inicial.

c) Mercado de *venture capital* informal

Apesar de a atividade do mercado de *venture capital* informal ser praticada desde a antiguidade, foi apenas na década de 80 que começou a ser estudada de forma mais sistêmica. O primeiro autor a fazer publicações sobre esta atividade foi Wetzel Jr. (1980, 1983) em seus artigos “*Tecnovation: and the informal investor*”, em 1980, que abordava o processo de transformação de tecnologias em inovação e como ocorria o financiamento de parte deste processo e “*Angel and informal risk capital*”, em 1983, que abordava as características deste mercado e os conhecimentos, habilidades e atitudes do seu principal ator: o investidor anjo. Dentre as diversas conclusões da pesquisa, algumas se destacam como, por exemplo, a existência de *gaps* no mercado de capital de risco para empresas nascentes e pequenas empresas. Isso acontece porque o risco nesse estágio de investimento é muito maior do que em estágios mais avançados, conforme demonstrado na Tabela 1. Entretanto, o *gap* vem sendo preenchido por modalidades como o chamado *Love Money*, aquele em que pessoas relacionadas ao ciclo pessoal e familiar do empreendedor fornecem os recursos para o desenvolvimento do produto e/ou empresa, e pela atuação do investidor anjo (*business angel* em inglês), o primeiro investidor fora do ciclo pessoal do empreendedor e que assume riscos mais altos.

De forma simplificada, o conceito da atividade de investimento anjo pode ser descrito como o processo de financiamento ao empreendedor ou sua empresa nascente e/ou pequena empresa quando o capital é obtido diretamente com os chamados investidores anjo, ou seja, sem uma intermediação de outros agentes financeiros como acontece no mercado privado de *venture capital* e do mercado público de *equity*.

É importante ressaltar que o mercado informal de capital de risco tem caráter informal, sendo, muitas vezes, imperceptível e, por isso, frequentemente mal-entendido (WETZEL JR.,

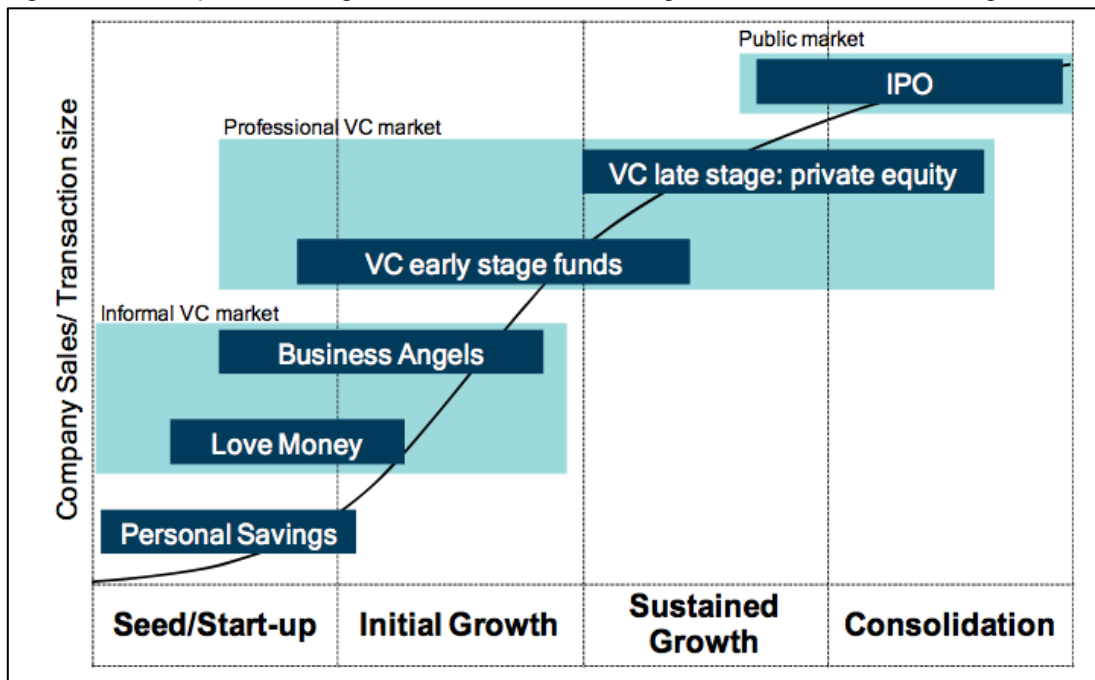
1987; PROWSE, 1998). Este fato reforça a importância do desenvolvimento de pesquisas sobre o tema para ampliar a base de conhecimento, reduzir riscos das operações e profissionalizar os investidores anjo.

Estes três segmentos de mercado descritos acima demonstram que o mercado de *venture capital* atende empresas em diferentes estágios de evolução. Autores, como Fenn, Liang e Prowse (1997) e Sohl (1999), afirmam que os investidores tendem a se especializar em determinados estágios de evolução da empresa:

- Investidores que atuam no mercado de público de *equity* tendem a investir em empresa que buscam a sua consolidação;
- Investidores do mercado formal de capital de risco tendem a investir em empresas que estão na fase de crescimento;
- Investidores do mercado informal de capital de risco investem seus recursos em empresa que estão na fase de finalização do produto, formalização da empresa (*startup*) e lançamento do produto no mercado.

Herrera (2014) faz uma adaptação, a partir de Berger e Udell (1998), correlacionando o estágio de desenvolvimento das empresas com os principais segmentos do mercado de *venture capital*, conforme pode ser observado na Figura 5.

Figura 5 - Correlação entre estágio de desenvolvimento da empresa e mercado de *venture capital*



Fonte: BERGER; UDELL, 1998 apud HERRERA, 2014.

A Figura 5 mostra que a correlação entre o estágio de desenvolvimento da empresa e a

fonte de recursos para investimentos mais praticada, ressaltando os três segmentos do mercado de *venture capital*. Percebe-se que quanto menos desenvolvido o estágio da empresa, mais informal é o seu segmento de atuação. Com a evolução do estágio de desenvolvimento, as empresas passam a acessar novos tipos de investimentos, cada vez mais complexos e em maior volume financeiro.

O tema *venture capital* traz certa dualidade, pois é considerado por muitos autores como um tópico maduro no domínio de pesquisa sobre empreendedorismo, mas, por outro lado, é uma indústria muito nova e que ainda apresenta paradigmas não muito claros (GOMPERS; LERNER, 2001), principalmente quando se refere ao mercado brasileiro de *venture capital*.

3.4 O MERCADO INFORMAL DE CAPITAL DE RISCO

Willian Wetzel Jr. foi o primeiro autor a identificar e descrever, de forma científica, o mercado informal de capital de risco, que se caracteriza pela inexistência de um intermediário financeiro nas transações de investimento, ou seja, o investidor anjo negocia diretamente com o empreendedor (WETZEL JR., 1981; WETZEL JR., 1983; GASTON, 1989). O mercado formal de *venture capital* é basicamente organizado pelo intermediário que busca oportunidades para fazer investimentos com os recursos financeiros dos investidores passivos, ou seja, aqueles que não atuam diretamente no processo de seleção, investimento e desenvolvimento da empresa. Já no mercado informal, o intermediário inexistente e todo o processo, desde a identificação, seleção, validação, negociação, investimento e desinvestimento, fica todo sob a responsabilidade do próprio investidor anjo.

Wetzel Jr. (1983) afirma que existia uma lacuna entre o mercado de capital de risco para as pequenas empresas e que isto impedia que o mercado se desenvolvesse de maneira mais vigorosa, ou seja, o intermediário que atua no mercado formal tem pouco ou nenhum interesse nas empresas no seu estado mais embrionário, oportunizando, assim, o surgimento do investidor anjo como ator que preenche esta lacuna.

A falta de documentação confiável sobre a caracterização e os atores que compunham este mercado era notada por Wetzel Jr. (1983), que justificava isso, pois, as operações apresentavam um alto grau de informalidade e de difícil percepção e mapeamento dos atores, processos e demais características. Por exemplo, muitas vezes o investidor anjo aparece como sócio da empresa e, apesar de atuarem em papéis significativamente diferentes do empreendedor, as documentações não deixam esta diferença clara.

As principais diferenças entre o operador do mercado formal e do operador do mercado informal, de capital de risco, também chamado de investidor anjo, são demonstradas no Quadro 3, desenvolvido por Avdeichikova, Landstrom e Mansson (2008).

Quadro 3 - Diferenças entre mercado formal e informal de *venture capital*

Processo-chave	Operador do Mercado Formal	Operador do Mercado Informal
Origem dos Recursos	Instituições financeiras ou fundos de investimentos (recursos de terceiros)	O próprio recurso do investidor
Responsabilidades	Pouco comprometimento de recursos próprios	Comprometimento considerável de recursos próprios
Experiência em investimentos	Experiência e capacidade de investimento considerável	Pouca experiência e capacidade de investimento
Capacidade / tempo para dar suporte à empresa investida	Dedicação extensa	Dedicação limitada

Fonte: AVDEICHIKOVA; LANDSTROM; MANSSON, 2008.

Avdeichikova, Landstrom e Mansson (2008) identificam dois obstáculos para a compreensão do segmento informal de investimento em capital de risco: o primeiro obstáculo está relacionado à dificuldade de se obter dados e informações confiáveis e, o segundo está relacionado às definições e conceitualizações inconsistentes sobre o investidor anjo e das atividades desempenhadas por ele.

3.4.1 Investidores que atuam no mercado informal de *venture capital*

No mercado informal de *venture capital* atuam diferentes tipos de investidores, cada um com características distintas, comportamentos e formas de relacionar-se com o empreendedor. Estes investidores podem ser classificados em três categorias:

- Investidor Familiar: Investidores privados que investem diretamente na empresa, porém, têm ligação familiar com o empreendedor. Geralmente este tipo de relação carrega um alto grau de emoção e, por isso, pode ter um grande impacto nas atitudes e resultados. Este tipo de investidor tende a fazer investimentos em quantidades menores que o demais;
- Investidor Amigos e Colegas: Da mesma forma que o investidor familiar, os amigos e colegas realizam investimentos diretamente na empresa e com um certo grau de emoção envolvido. Esta categoria é apontada como a que

frequentemente oferece oportunidades de investimentos para investidores anjos. De certa forma, os investidores amigos e colegas encontram nos investidores anjo sua oportunidade de saída da sociedade e realização de seus lucros no investimento;

- c) Investidor Anjo: É um investidor individual privado que investe seus próprios recursos em troca de participação na empresa. Estes recursos são geridos pelo empreendedor que busca evoluir com o seu empreendimento. O Investidor Anjo é o primeiro investidor fora do ciclo familiar ou de amizade do empreendedor e, por isso, a relação entre os envolvidos não traz um grau de emoção expressivo, que possa influenciar significativamente as atitudes e o resultado da operação.

Pelo menos duas ressalvas devem ser feitas sobre o mercado informal de *venture capital*: a que se refere à ausência de intermediários nas operações de investimentos anjo e a que se refere aos atores que compõem este mercado.

Em relação à primeira, muitos dos investidores, apesar de utilizarem seus recursos próprios, utilizam pessoas jurídicas com o propósito único de se relacionar com as empresas investidas. Isso ocorre muito para possibilitar maior segurança jurídica à operação, proteger o patrimônio pessoal do investidor ou, até mesmo, para fins fiscais e tributários. É importante não confundir o conceito de investidor anjo com o de anjo corporativo (*corporate angel*) que também investe em empresas no seu estágio inicial, porém, existe uma empresa, muitas vezes, já consolidada que busca formas de ampliar sua competitividade por meio do relacionamento com empresas menores, com novas tecnologias e com pouca burocracia.

A outra ressalva diz respeito à organização de investidores em anjos em grupos chamados sindicatos de investidores anjos (*angel investor syndicates*), para em conjunto, efetivarem investimentos em empresas nascentes. Esta estratégia de investimento conjunto consiste em realizar um investimento compartilhado entre vários investidores anjos, para a diminuição dos riscos e aumentar as competências necessárias para desenvolver a empresa. Tal estratégia é vantajosa, principalmente para investidores iniciantes, que recebem conselhos ou cedem decisões para investidores experientes. Nesse tipo de estratégia atuam dois tipos de investidores:

- a) Investidor-líder: responsável pela pré-avaliação e apresentação de empresas para o grupo. Faz intermediação das negociações entre empresas e os demais investidores. Este investidor recebe uma comissão por sua atuação em rodadas de investimento que forem bem-sucedidas;

- b) Investidores-âncora: não são tão ativos quanto o investidor-líder na organização das rodadas de investimento nem na participação no dia-a-dia da empresa.

Muitos destes sindicatos também são organizados em forma de pessoas jurídicas com o propósito único de efetivar o investimento em uma empresa específica. Os dois primeiros exemplos descritos acima podem ter uma pessoa jurídica como, por exemplo, uma empresa familiar, uma sociedade de propósito específico ou uma sociedade por cotas de participação, intermediando o investimento, porém, são os investidores que se relacionam diretamente com os empreendedores e suas empresas. Avdeichikova, Landstrom e Mansson (2008) ressaltam que existe uma área cinzenta ocupada pelos sindicatos entre mercado formal e informal de *venture capital*. A diferença fundamental que caracteriza o investimento anjo nesses casos é que as principais decisões são tomadas pelo próprio investidor dono dos recursos. O modelo de pessoa jurídica, apesar de ser um intermediário nas transações de investimento, é apenas um instrumento transitório neste processo.

Membros da família, amigos e outros atores pertencentes ao ciclo de relacionamento do empreendedor são enquadrados por alguns atores como atores do mercado informal de *venture capital*, porém, o conceito de investidor anjo traz consigo a característica de não pertencer à família ou ser da rede de relacionamento do empreendedor. De certa forma, é com o investidor anjo que o empreendimento inicia seu relacionamento com outros atores de forma mais profissional e com menor influência de questões emocionais. Mesmo assim, é comum empreendedores e investidores anjos se tornarem amigos após o início das negociações e desenvolvimento da empresa e, com isso, o relacionamento e, como consequência, ter influências emocionais e a não ser mais considerado um investidor anjo propriamente dito (ARGERICH; HORMIGA; VALLS-PASOLA, 2013).

O mercado informal de investimento de *venture capital* é bastante heterogêneo e tem uma forte característica locacional. Pouco se sabe sobre seu tamanho real e outras características relativas à forma de identificação de oportunidades e processos de tomada de decisão para escolha das empresas que receberão os investimentos (PROWSE, 1998).

No Brasil, o mercado informal de investimento de *venture capital* ainda é pouco difundido, porém, não se pode negar que a atividade vem evoluindo de forma pujante nos últimos anos, alavancado por exemplos extraordinários vindos do exterior como as empresas Skype, Netflix, Uber, AirBNB e várias outras que iniciaram sua trajetória de sucesso a partir de investimentos anjo e por um movimento brasileiro muito forte voltado ao empreendedorismo inovador, vindo das incubadoras de empresas, parques tecnológicos e

programas de suporte ao empreendedor, como Sinapse da inovação, da Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Estado de Santa Catarina (FAPESC) e da Fundação Centros de Referências em Tecnologias Inovadoras (CERTI) e do Inovativa Brasil, do Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio (MDIC) e da Fundação CERTI.

Pesquisas apontam que o mercado informal de investimento de *venture capital*, principalmente aqueles relacionados aos investidores anjos, vem crescendo em número de investidores e quantidade de recursos investidos. O portal da Anjos do Brasil, entidade importante no contexto nacional de investimento anjo, divulgou, em 2015, uma pesquisa sobre o movimento de investimento anjo no Brasil que aponta um crescimento de 53% entre os anos de 2010 e 2014, conforme pode-se observar no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Crescimento do investimento anjo no Brasil



Fonte: ANJOS DO BRASIL, 2015.

Mesmo com o crescimento considerável, os valores totais investidos ainda estão muito abaixo de países onde a atividade do investidor anjo é mais desenvolvida. Por exemplo, no Brasil, o investimento total no ano de 2014 foi de R\$ 688 milhões, enquanto na Europa o investimento anjo chegou a EUR\$ 5,5 bilhões e, nos Estados Unidos da América esse tipo de investimento chega a US\$ 22,9 bilhões. A pesquisa identificou que o Brasil tem 7.060 investidores anjos que investem em média R\$ 170 mil em uma ou várias empresas nascentes. Isso significa uma potencialidade total de investimento de aproximadamente R\$ 1,4 bilhão. Estes números demonstram que o segmento de investimento anjo ainda tem muito o que crescer no mercado brasileiro. O perfil dos investidores anjos é bastante similar aos de outros

países. A maioria homens, empresários ou ex-empresários que venderam suas empresas, 40 anos que dedicam cerca de 20% do seu tempo para as empresas investidas e investem entre duas e três empresas (ANJOS DO BRASIL, 2015).

Outro ponto importante é que os investidores anjos, apesar de atuarem sem a intermediação de terceiros, tem buscado uma atuação conjunta com outros investidores anjos para complementar competências e experiências e, com isso, reduzir custos e ampliar a geração de valor para os empreendedores e suas empresas.

3.5 INVESTIDOR ANJO OU *BUSINESS ANGEL*

Wetzel Jr. (1981, 1983) realizou o primeiro estudo que caracterizou o investidor anjo, considerando suas atitudes, comportamentos e características. Para o Autor, o conceito de investidor anjo é definido como: o indivíduo particular que utiliza seus recursos próprios para realizar investimentos em empresas no seu estágio inicial sem a intermediação de terceiros. Tem uma atuação importante no mercado de *venture capital*, pois preenche um *gap* existente no processo de desenvolvimento de empresas, pois tendem a fazer investimentos onde outros atores do mercado de capital de risco evitam por não atingirem critérios de tamanho, crescimento e estágio de maturação.

O investidor anjo interage diretamente com o empreendedor, tomando decisões para investir seu próprio recurso em troca de participação acionária no novo empreendimento. Por investir em um estágio muito preliminar da empresa, o investidor anjo aceita correr altos riscos, porém, o montante investido geralmente é baixo e o retorno dos investimentos pode ser considerável.

Na pesquisa conduzida por Wetzel Jr. (1983) fica claro que a atividade do investidor anjo é executada há muito tempo, mas por ser de caráter informal, acaba sendo de difícil identificação e mensuração. Para o Autor, “o investidor anjo foi negligenciado por um longo período, porém, sua atividade é de fundamental importância para o desenvolvimento de empresas no seu estágio inicial, ou seja, aquele de maior risco”. De certa forma, o negligenciamento do investidor anjo, processos por ele desempenhados e resultados do seu trabalho tinha uma razão: sua atividade é de caráter informal, ou seja, não possui regulamentações e nem controle por parte de órgãos governamentais e/ou financeiros. O processo de investimento anjo tem caráter informal, sendo muitas vezes virtualmente “invisível” e frequentemente mal-entendido (WETZEL JR., 1987; PROWSE, 1998). Como consequência, tem-se uma etapa importante no processo de financiamento de pequenas

empresas, principalmente as de base tecnológica, que apresenta escassez de informações de qualidade (SHANE; HEIGHTS, 2012), dificultando a estruturação de novos conhecimentos e metodologias que possam servir como referência aos investidores anjo.

No seu próprio conceito, fica clara a importância do investidor anjo no preenchimento de um *gap* no processo de investimento de capital de risco em empresas. O *gap* em questão era, muitas vezes, fruto das exigências e regulamentações dos fundos de investimentos formais que impedia o investimento em empresas em um estágio tão inicial. Além disso, Wetzel Jr. (1987) reforça que o investidor anjo, mesmo sem ter sido caracterizado até então, é o maior grupo, de maior representatividade, dentro do mercado de *venture capital*. A partir deste trabalho o interesse por este tema cresceu consideravelmente e, com isso, passou-se a entender melhor sua origem, características, comportamentos, formas de atuação e outros elementos importantes.

Vários autores convergem em outro ponto que caracteriza o investidor anjo: estão excluídos o empreendedor, familiares e amigos mais próximos. O Investidor Anjo é o primeiro investidor fora do ciclo de relacionamento mais próximo do empreendedor, que utiliza seus recursos próprios para prover investimentos diretos ao empreendedor e, com isso, dar suporte a novas empresas no seu estágio inicial, ou seja, não existe um intermediador na relação entre o investidor e o empreendedor. (WETZEL JR., 1983; MAXWEL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011; SHANE; HEIGHTS, 2012).

Machado (2015) elaborou uma síntese que traz os principais autores e suas definições conceituais de Investidor Anjo, conforme apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 - Definição de Investidor Anjo

Autor	Definição
Liu (2000, p. 2 apud MACHADO, 2015)	“Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio, que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa”.
Prowse (1998, p. 786)	“Um anjo é um provedor de capital de risco para pequenas empresas privadas. Por capital de risco entenda-se capital societário (ou semelhante). Esse provedor é rico e não um intermediário, como, por exemplo, uma pequena empresa de investimento ou um grupo de parceiros associados. Os anjos não são os empreendedores principais nem seus familiares”.
Bacher e Guild (1996, p. 4 apud MACHADO, 2015)	“Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas”.
Mason e Harrison (1995, p. 153)	“Investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar”.
Wetzel Jr. (1983, p. 23)	“Investidores que preenchem o que outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica; capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco”.
Feeney, Haines e Riding (1999, p. 121)	“Indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas”.

Fonte: Adaptado de MACHADO, 2015, p. 45.

A partir do Quadro 4, pode-se ressaltar alguns pontos complementares que se repetem na conceitualização do investidor anjo.

O primeiro se refere à utilização de recursos próprios por parte do investidor é um ponto comum presente em vários conceitos. Nesse contexto, é importante ressaltar que os recursos próprios podem ser caracterizados de duas formas: 1) o capital financeiro ou em forma de bens e serviços que auxiliarão no desenvolvimento do empreendimento; este tipo de capital é genericamente chamado informalmente de *Money* e, 2) o capital menos tangível, que contempla principalmente as redes de relacionamentos dos investidores, assim como as orientações baseadas na expertise prévia. Este segundo grupo tem sua mensuração bastante subjetiva e, por isso, é chamado informalmente de *Smart Money*.

O segundo ponto de destaque é o estágio da empresa a ser investida. A maioria dos autores apontam características como: empresas que estão começando, pequenas empresas privadas, novos e crescentes negócios. Fica evidente que este tipo de investimento está no

início do processo de investimento de capital de risco e que apresentam alto risco nas operações. Isso corrobora a afirmação de Wetzel Jr. (1983) de que o investidor anjo preenche esta lacuna no início do processo de investimento em empreendimento, justamente aquele de maior risco.

O terceiro ponto está relacionado ao papel e a dedicação do investidor anjo durante o período após o repasse do investimento para o desenvolvimento da empresa. Fica clara a importância da dedicação mais ativa do Investidor Anjo para contribuir na gestão e/ou outro conhecimento específico visando o sucesso. Porém, o atributo do envolvimento do investidor anjo não é fixo, podendo variar muito, desde ser mais ativo em determinados momentos e agir de forma passiva, entre outros.

Outro ponto de destaque está relacionado à participação acionária do investidor anjo. Wetzel Jr. (1983) traz a participação acionária como característica fundamental do investidor anjo, porém, outros autores, como por exemplo Shane e Venkataraman (2000), começam a inserir outros tipos de transações, como empréstimo e outras contribuições. É importante ressaltar o antagonismo associado ao risco de uma operação de empréstimo contra uma operação de participação acionária, na qual o investidor anjo tem uma grande chance perder os recursos investidos. Tanto Gaston (1989) quanto Shane e Venkataraman (2000) buscam clarear este ponto ao afirmar que muitas operações de investimento anjo são caracterizadas apenas para fins jurídicos, como empréstimos conversíveis em participações, porém, ainda trazem consigo todas as demais características e os riscos inerentes as operações de *venture capital*.

Desta forma, para o desenvolvimento desta pesquisa, o conceito que será utilizado para investidor anjo é: “Indivíduos que investem seus próprios recursos em empreendedores e suas empresas (WETZEL JR., 1981; FEENEY; HAINES; RIDING, 1999) ainda no primeiro estágio de desenvolvimento (WETZEL JR., 1983; MASON; HARRISON, 1995; AVDEICHKOVA; LANDSTROM; MANSSON, 2008) em troca de participação societária (GASTON, 1989; SHANE; HEIGHTS, 2012). Os investidores anjo não possuem vínculo familiar e/ou de amizade prévia com o empreendedor (WETZEL JR., 1983; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011; SHANE; HEIGHTS, 2012); e atuam sem intermediação de terceiros (WETZEL JR., 1983; PROWSE, 1998)”.

Em contrapartida, dois autores trazem características que não serão consideradas no conceito adotado para esta pesquisa pois são de difícil mensuração e até mesmo compreensão. Wetzel Jr. (1986), que ressalta o “elevado patrimônio” do investidor e Prowse (1998), que afirma que “esse provedor é rico”, ambos elementos conceituais ligados a condição financeira

do investidor anjo.

Por fim, Machado (2015) ressalta que vários autores afirmam que:

por mais que este tipo de investidor desempenhe um importante papel no processo de investimento em empresas de base tecnológica, em razão das suas peculiaridades, pouco ainda se sabe sobre o seu modo de atuação, ou seja, de como optam por emprestar ou não seus recursos a uma empresa.

Dentre esses autores, destaca-se Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) e Paul, Whittam e Wyper (2007) que desenvolvem pesquisas sobre o processo relacionado as atividades do investidor anjo, assim como os critérios de decisão, elementos fundamentais para redução do risco e sucesso do investimento.

3.6 O PROCESSO DO INVESTIMENTO ANJO

Esta subseção busca explorar o processo de investimento anjo para escolha das empresas que receberão investimentos. Para que se tenha uma compreensão desta questão, é fundamental ter uma visão do processo de investimentos anjo em dois níveis:

- a) O primeiro nível parte de uma visão macro que engloba genericamente três fases do processo de investimento: (1) fase antes do investimento que agrupa etapas de buscas e compreensão da oportunidades até o momento da decisão em realizar o investimento a (2) fase de quando se realiza o investimento e as empresas recebem os recursos financeiros e/ou não financeiros e iniciam sua aplicação visando evoluir e estágio do negócio e, por último, a (3) fase do desinvestimento quando o investidor vende sua participação e realiza seus lucros;
- b) O segundo nível tem uma visão mais detalhada com a divisão das fases em etapas para identificar de forma mais clara e detalhada algumas características para auxiliar os investidores anjo na condução deste processo.

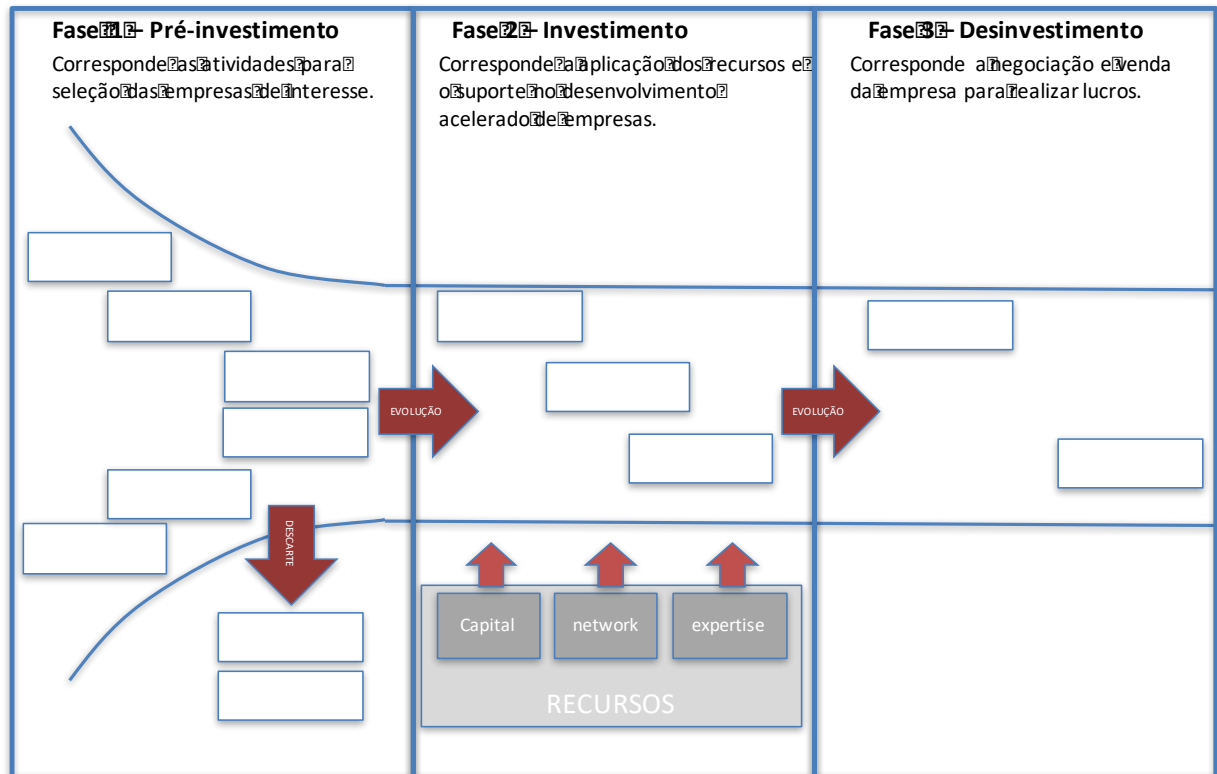
3.6.1 O Macroprocesso do investimento *venture capital*

Cornelius e Person (2009) trazem em sua pesquisa uma abordagem bastante madura do macroprocesso de investimento em *venture capital*, sem distinção de se esta abordagem acontece no mercado formal ou informal. Sua proposta apresenta três fases do processo de investimento: a primeira relacionada ao início ou entrada do processo, quando acontece a busca de oportunidades e estruturação do investimento; a segunda fase, relacionada com todo

o momento do investimento, quando acontece a geração de valor nas empresas do portfólio do investidor e a relação entre investidor e empreendedor ficam mais intensas; e, por último, a fase de saída do negócio quando os investidores vendem sua participação e realizam os lucros ou prejuízos da operação.

Vários autores, tais como Feeney, Haines e Riding (1999), Cornelius e Person (2009) e Paul, Whittam e Wyper (2007), afirmam categoricamente que a atividade do investidor anjo não está apenas relacionada com procurar, analisar oportunidades e estruturar e fechar negócios. Sua atividade envolve acompanhar as empresas investidas no seu processo de desenvolvimento até o momento de saída e realização, quando o investidor anjo vende sua participação para outros. Este processo permeia todas as fases de interação com a empresa, seja na fase de (1) pré-investimento, que é quando se iniciam as negociações para realizar o investimento. Neste momento, o investidor anjo interage com um número significativo de empresas e aplica uma metodologia similar a um funil que organiza e sistematiza o processo para selecionar aquelas de maior interesse. Esta fase tem duração média de seis meses; na fase do (2) investimento em si, quando iniciam-se a transferência dos recursos do investidor para a empresa, possibilitando a ampliação execução dos planos pré-estabelecidos para o desenvolvimento acelerado da empresa. Estes recursos podem ser financeiros (*Money*) ou econômicos (*Smart Money*) como network e expertise do investidor e tem duração média de três a quatro anos; e, na fase de (3) desinvestimento, quando o investidor anjo busca, geralmente, um investidor formal de capital de risco para negociar e vender sua participação na empresa e, assim, realizar seu lucro (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007).

Figura 6 - As três fases de processo de investimento anjo



Fonte: Elaborado pelo Autor com base em CORNELIUS e PERSON, 2009.

Na Figura 6 percebe-se que a Fase 1, aquela relacionada ao pré-investimento, o processo funciona como um funil para seleção de empresas que apresentam as oportunidades de investimentos mais sinérgicas aos interesses do investidor anjo. Nas Fases 2 e 3, aquelas relacionadas ao investimento e desinvestimento, respectivamente, não funcionam propriamente como um funil, porém, com processos relacionados a tomada de decisão sobre como atuar para melhor desenvolver a empresa e qual melhor momento e condições para vender a participação na empresa e realizar os lucros. Cada fase dessa pode ser subdividida em várias etapas.

O processo específico para investimento anjo começou a ser estudado por volta do ano de 1995 e é considerado a segunda geração de estudos sobre o tema (FEENEY; HAINES; RIDING, 1999). Antes disso, alguns autores consideravam o processo de *venture capital* formal igual ao informal. Isso pode ser verificado com Teybee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994) e Cornelius e Person (2009).

Porém Feeney, Haines e Riding (1999) afirmam que o processo de investimento anjo, por ter uma característica subjetiva maior do que o processo do investimento de *venture capital*, deve ter um cuidado extra na sua condução. Os autores complementam que se o processo for bem conduzido desde as primeiras atividades de interação com as empresas,

pode apresentar grande influência no resultado das operações de investimento anjo, o que reforça o objetivo deste trabalho em trazer novos conhecimentos sobre este assunto, fundamental para a atividade de investimento informal de capital de risco.

É importante reforçar que esta pesquisa está focada na estruturação de um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos, ou seja, na fase de pré-investimento, portanto, as demais fases não serão abordadas nesta dissertação.

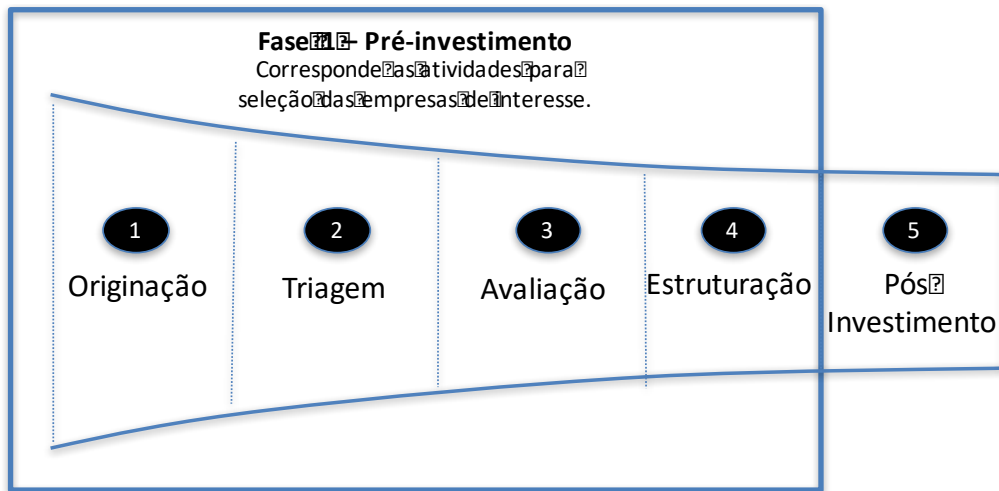
3.6.2 A fase de pré-investimento do processo de investimento anjo e a tomada de decisão para escolha das empresas

A partir das pesquisas do macroprocesso de investimento de *venture capital* apontadas anteriormente, este item aborda exclusivamente a primeira fase deste processo, aquela relacionada ao pré-investimento, ou seja, a fase que o investidor anjo busca as oportunidades, levanta informações, seleciona as mais sinérgicas, negocia sua participação e decide realizar o investimento. Os modelos apresentados nesta subseção foram selecionados levando em consideração o número de citações dos artigos apresentados por seus pesquisadores.

Teybee e Bruno (1984) foram um dos primeiros a abordar o processo de investimento de *venture capital*. Apesar de não destacar diferenças referentes ao processo dos investidores do mercado formal com o processo do investidor do mercado informal, os autores alertam que se comparamos as evidências das pesquisas entre investidores do mercado formal e informal, se observa que os investidores anjos dão mais ênfase a fatores subjetivos em suas análises ao mesmo tempo em que possuem maior liberdade de atuação. De certa forma, isso pode implicar na formação de subetapas e critérios de avaliação diferenciados, em relação aos modelos de *venture capital* formal.

Na pesquisa, Teybee e Bruno (1984) caracterizaram cinco etapas deste processo, sendo quatro etapas relacionadas diretamente com a fase de pré-investimento e uma relacionada à fase de investimento, conforme demonstrado na Figura 7.

Figura 7 - As quatro etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Teybee e Bruno



Fonte: Elaborado pelo autor com base em TEYBEE e BRUNO, 1984.

A primeira etapa proposta por Teybee e Bruno (1984) é chamada de “Originação”, que é quando as oportunidades entram no radar dos investidores para receber um potencial investimento. Os autores identificaram que existe uma grande quantidade de empresas com baixo potencial para receber investimentos e a fase de originação é justamente para fazer um primeiro filtro, sem despendar muito tempo e recurso. Nesta fase, o investidor costuma utilizar sua rede de relacionamentos para receber indicações de propostas mais qualificadas.

A Etapa seguinte chama-se “Triagem” e refere-se basicamente à atividade de selecionar apenas aquelas oportunidades que se enquadram nos critérios do investidor, como setor de atuação, tamanho do investimento e tecnologias utilizadas e, assim, realizar uma interação mais profunda visando entender melhor o negócio.

A terceira etapa é denominada “Avaliação”, na qual as atividades estão relacionadas à análise mais profunda do plano de negócios elaborado pelo empreendedor e outras informações mais detalhadas sobre o produto e o negócio. É nesta etapa que o investidor começa a se dedicar mais à oportunidade e busca reduzir o grau de subjetividade de sua análise.

A última etapa da fase de pré investimento do modelo de Teybee e Bruno (1984) é chamada de “Estruturação” do negócio. Uma vez que o investidor decidiu que realizará o investimento inicia-se a estruturação do acordo com as regras desta relação. Pela perspectiva do investidor, este acordo serve para estabelecer o valor da empresa, montante de recursos e a sua participação na sociedade. Além disso, o acordo também estabelece um pacto que limita ações dos empreendedores sobre temas polêmicos como definição de salários, novos investimentos e aquisições, entrada de novos investidores, entre outros.

O Quadro 5 apresenta as etapas do modelo de Teybee e Bruno (1984) com as principais atividades mencionadas na pesquisa com os seus resultados esperados.

Quadro 5 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Teybee e Bruno

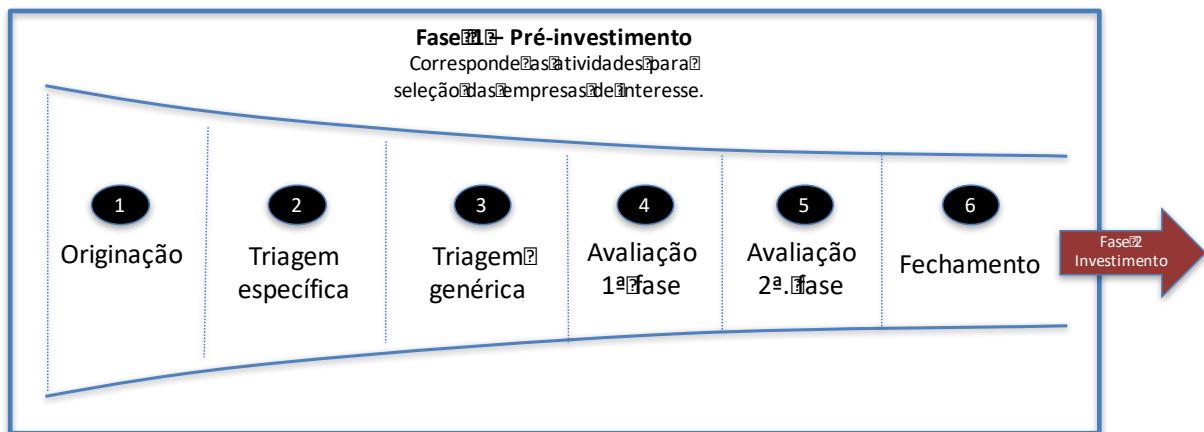
Modelo Teybee e Bruno (1984)		
Etapa	Atividades	Resultado apontados pelo autor
Originação	- Identificar oportunidades sinérgicas - Filtrar as oportunidades para interagir	Conjunto de potenciais oportunidades no radar do investidor
Triagem	- Interação com o empreendedor - Aplicar os critérios do investidor para identificar as empresas de interesse - Entender melhor a empresa e seu negócio	Oportunidades atrativas para investimento selecionadas
Avaliação	- Análise detalhada sobre a empresa e seu negócio - Melhoramento na proposta do empreendedor - Decisão das empresas que receberão investimentos	Proposta de negócios melhoradas Propostas de negócio validadas para investimento
Estruturação	- Estruturação das regras de relacionamento e condução da empresa - Estruturação do acordo de investimento com <i>valuation</i> e participação	Investimento negociado e pronto para operacionalização

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir de TEYBEE e BRUNO, 1984.

Fried e Hisrich (1994) utilizam o estudo de Teybee e Bruno (1984) e concebem um modelo mais detalhado sobre o processo de pré-investimento ligado à tomada de decisão para seleção de empresas a serem investidas. Sua abordagem foi feita a respeito do processo de *venture capital*, sem distinção do mercado formal e informal, porém, o artigo que detalha o estudo de caso deixa claro que os casos analisados eram quase que exclusivamente de investidores do mercado formal de *venture capital*. Mesmo assim, não prejudica sua aplicação também no contexto do mercado informal.

O modelo apresentado está dividido em seis etapas que buscam reduzir os problemas e incertezas desta etapa com características tão subjetivas, conforme a Figura 8.

Figura 8 - As seis etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Fried e Hisrich



Fonte: Elaborado pelo autor com base em FRIED e HISRIC, 1994.

A primeira fase é a "Originação", na qual o investidor, ao invés de aguardar por oportunidades, atua de forma proativa e utiliza sua rede de relacionamentos, como por exemplo bancos, amigos e familiares, gerentes de empresas e outras, para informar as características das oportunidades ao qual está buscando e, assim, receber indicações qualificadas vindas de suas fontes sobre potenciais empresas para realizar investimentos. O objetivo desta fase é qualificar as oportunidades e gerar propostas reais e promissoras de investimentos por meio de seu network. Esta etapa pode não envolver uma interação entre investidor e empreendedor, porém, o investidor busca informações prévias sobre o empreendedor e suas competências para auxiliar na tomada de decisão.

Na etapa de originação, a maioria dos investidores atua apenas como "pescadores" de oportunidades, negligenciando a atividade de criação de oportunidades, a partir de empreendedores altamente qualificados que ainda não estruturaram suas ideias em prol da criação de uma nova empresa que possa estar alinhada aos interesses do investidor. Neste caso, o investidor teria um papel de coconstrução da ideia e desenvolvimento do negócio junto com o empreendedor desde o primeiro momento.

A segunda fase, denominada "Triagem Específica", é aquela quando o investidor já identificou oportunidades reais de investimento e começa a aplicar critérios específicos sobre o alinhamento com seu portfólio de interesse, tamanho do investimento necessário, localização geográfica e o estágio de desenvolvimento da empresa. Esta etapa elimina rapidamente as propostas que não atendem aos critérios estabelecidos pelo investidor e envolve análise do negócio, sem necessariamente entrar na negociação da proposta de investimento.

A terceira etapa é a "Triagem Genérica", aquela quando o investidor entra na análise

da proposta de investimento, utilizando critérios ainda genérico e bastante subjetivos, obtidos através da análise do plano de negócios apresentado pelo empreendedor. A maioria das propostas é eliminada nesta etapa que, assim como as duas primeiras etapas, são executadas visando o mínimo possível de tempo e investimentos.

Fried e Hisrich (1994) afirmam que estas três primeiras etapas têm como maior objetivo excluir rapidamente as propostas não alinhadas com os interesses dos investidores, sem necessariamente tomar tempo ou ter uma análise exaustiva. As próximas etapas são executadas de forma mais criteriosa e, conseqüentemente, com um envolvimento e interação maior entre o investidor e o empreendedor.

A etapa denominada “Avaliação – 1.^a fase”, acontece quando as informações vindas do(s) empreendedor(es) são confrontadas com informações advindas de diversas fontes utilizadas pelo investidor, evitando, assim, dualidades e equívocos e, por isso, os investidores dedicam mais tempo para conhecer a proposta, as informações necessitam de maior profundidade e o processo se torna muito mais complexo. O principal objetivo desta fase é validar a oportunidade do investimento e, para isso, ocorrem entrevistas com toda a equipe de gestão da empresa com a finalidade de aumentar o conhecimento do investidor sobre o negócio e permitir que ele observe a equipe em termos de comportamento, valores culturais, vida familiar, conhecimentos o setor de atuação e dos desafios existentes, ou seja, esta etapa envolve fortemente informações objetivas sobre o negócio e outras bastante subjetivas sobre os empreendedores. Fried e Hisrich (1994) afirmam que os investidores anjo devem desenvolver meios para levantar o máximo de informações possíveis sobre a empresa e, para isso, listam atividades executadas durante esta 1.^a fase de avaliação, conforme a Tabela 2.

Tabela 2 - Principais atividades realizadas pelo Investidor Anjo

Atividade	Freq. Execução (%)
Entrevista com todos os membros da gestão da empresa	100
Conhecer instalações da empresa	100
Contatos com antigos sócios e parceiros	96
Contato com investidores prévios	96
Contato com clientes atuais	93
Contato com potenciais clientes	90
Levantamento dos valores de mercado de empresas similares	86
Conversa informal com experts sobre o produto	84
Análise profunda das informações financeiras preparada pela empresa	84
Contato com concorrentes	71
Contato com bancos	62
Solicitar opinião sobre outros portfólios da empresa	56
Contato com fornecedores	53
Solicitar opinião de outros investidores de capital de risco	52
Contato com contadores	47
Contato com advogados	44
Conduzir um levantamento profundo de informações	40
Analisar estudos técnicos	36
Analisar estudos mercadológicos	31

Fonte: FRIED; HISRIC, 1994, p. 33.

Na sequência, apresenta-se a etapa denominada “Avaliação – 2.^a fase”, que acontece quando o investidor já conhece a proposta e inicia uma avaliação aprofundada dos obstáculos para se fazer o investimento e formas para superá-los. Além disso, esta fase busca por negociações sobre valores da empresa, estrutura do investimento incluindo valores da empresa, quantidade de recursos necessários e seu percentual de participação na empresa começam a ser acordados.

Por último, tem-se a etapa de “Fechamento”, que acontece quando o negócio é acordado e os documento legais são assinados, iniciando os repasses dos investimentos acordados.

O Quadro 6 apresenta as etapas do modelo de Fried e Hisrich (1994), com as principais atividades mencionadas na pesquisa e seus resultados esperados.

Quadro 6 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Fried e Hisrich

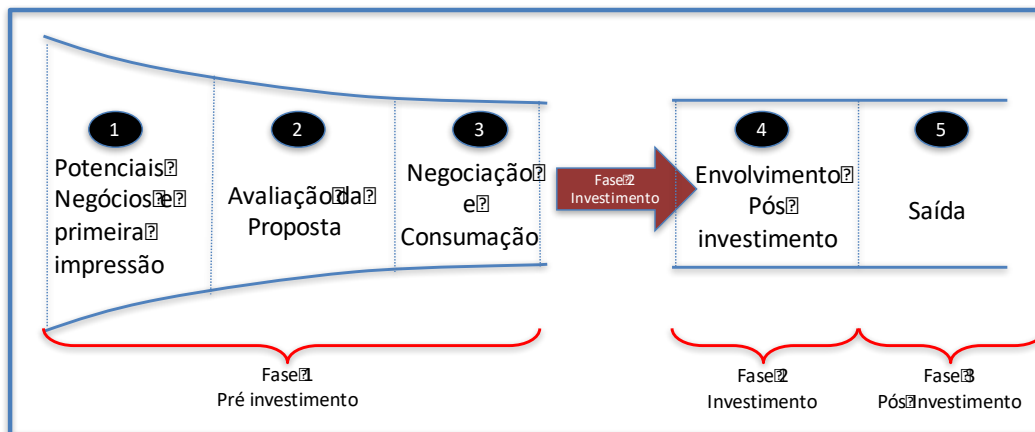
Modelo Fried e Hisrich		
Etapa	Atividades	Resultado apontados pelo autor
Originação	- Acessar network para buscar oportunidades - Identificar oportunidades sinérgicas - Filtrar as oportunidades para interagir	Rol de oportunidades qualificadas e com reais potencial de investimentos
	- Buscar informações prévias sobre o empreendedor	Empreendedor habilitado para interação
Triagem Específica	- Aplicar os critérios do investidor para identificar as empresas de interesse - Entender a empresa e seu negócio	Conjunto de negócios atrativos para investimento
Triagem Genérica	- Conhecer o plano de investimento da empresa	
Avaliação 1. ^a fase	- Acessar network para buscar informações - Análise detalhada sobre a empresa e seu negócio - Observação da equipe	Proposta de negócios validada para investimento
Avaliação 2. ^a fase	- Melhoramento na proposta do empreendedor - Decisão das empresas que receberão investimentos - Estruturação das regras de relacionamento e condução da empresa Estruturação do acordo de investimento com <i>valuation</i> e participação.	Negociação de investimento realizada e gargalos identificados
Fechamento	- Elaboração dos documentos legais - Assinatura do acordo	Acordo fechado e contrato assinado

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir de FRIED e HISRIC, 1994.

O modelo proposto por Riding, Madill e Haines (2007) se baseia em alguns modelos apresentados anteriormente por pesquisadores da área, dentre eles Tyebbee e Bruno (1984), porém integra vários autores como DalCin et al. (1994), Daxbury et al. (1997), Van Osnabrugge (2000) dentre outros, buscando identificar diferenças entre modelos de pré-investimento do mercado de *venture capital* formal e informal.

O modelo apresentado é exclusivo para o investimento anjo e está dividido em cinco etapas, sendo três etapas referentes à fase de pré-investimento, uma etapa referente à fase de investimento e uma etapa referente à fase de desinvestimento, conforme a Figura 9.

Figura 9 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Riding, Madill e Haines



Fonte: Elaborado pelo autor com base em RIDING, MADILL e HAINES, 2007.

A primeira fase do modelo de Ridding, Madill e Haines (2007) é denominada “potenciais negócios e primeira impressão”. Este estágio envolve buscar, encontrar e engajar potenciais negócios de investimentos. Nesta fase acontece uma avaliação informal e bastante superficial e sem a leitura do plano de negócios, com a finalidade de fazer um primeiro filtro e eliminar aquelas ideias que não estão alinhadas ao interesse do investidor anjo.

Neste momento, não é comum a tomada de decisão em realizar ou não o investimento, mas ao final desta etapa o investidor anjo toma a decisão de quais propostas seguirão em frente no processo de seleção e quais serão descartadas que, segundo os autores, chega a 70% do total das oportunidades encontradas. Os autores reforçam que nesta etapa uma das principais diferenças entre investidores formais e informais se refere à quantidade de oportunidades que seguirão o processo para a etapa 2. Enquanto o investidor formal possui equipe e dedicação exclusiva para interagir com um maior número de oportunidades, o investidor anjo busca rapidamente eliminar aquelas propostas não sinérgicas e se dedicar apenas a um pequeno número que realmente se mostrem atraentes.

A segunda etapa é chamada de “avaliação da proposta” e, neste estágio, o investidor anjo se envolve com maior intensidade, examinando o plano de negócios e conduzindo *due diligence* para validar se as informações são verídicas e se tem potencial para investimento. É nesta etapa também que acontece uma maior interação entre investidor e empreendedor.

Ridding, Madill e Haines (2007) destacam que nesta fase acontece um processo mais intenso de consulta ao seu network para validar informações sobre o empreendedor ou negócio, identificar especialistas e outros potenciais investidores e encontrar potenciais clientes para discutir a solução.

A terceira etapa é denominada “negociação e consumação”. Uma vez feita a avaliação

da proposta, o investidor anjo toma a decisão para iniciar as negociações específicas ao investimento e sua participação societária. É nesta etapa que o investidor anjo e o empreendedor negociam o acordo, o plano de investimento e assinam os documentos jurídicos que formalizam toda a operação.

Ridding, Madill e Haines (2007) relatam que estas etapas têm mudado significativamente nos últimos tempos devido a iniciativas de governo que buscam realizar o *matchmaking* entre empreendedores e investidores anjo, visando aumentar o número de negócios que tenha impacto real na economia das regiões e, a profissionalização do investidor anjo que busca sistematizar todo o seu processo de investimento, visando principalmente reduzir os riscos associados a estas operações.

O Quadro 7 apresenta as etapas do modelo de Ridding, Madill e Haines (2007), com as principais atividades mencionadas na pesquisa e, a partir da experiência deste pesquisados, os resultados esperados.

Quadro 7 - Resultados esperados nas etapas do Riding, Madill e Haines

Modelo Riding, Madill e Haines		
Etapa	Atividades	Resultado apontados pelo autor
Potencial Negócio e primeira impressão	- Identificar oportunidades. - Analisar informalmente e superficialmente as oportunidades - Tomar decisão de quais oportunidades seguirão no processo. - Descartar oportunidades desalinhadas	Conjunto de oportunidades que atendam às exigências do investidor anjo.
Análise de Proposta	- Buscar informações sobre o empreendedor e o negócio - Entender e analisar a empresa e seu plano de negócios - Acessar o network para validar impressões e informações	Empresas atrativas para investimento selecionada.
Negociação e Consumação	- Negociar dos termos do investimento - Trabalhar na evolução no plano de negócios da empresa	Negociação do investimento finalizada e Plano de negócios melhorado

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de RIDING, MADILL e HAINES, 2007.

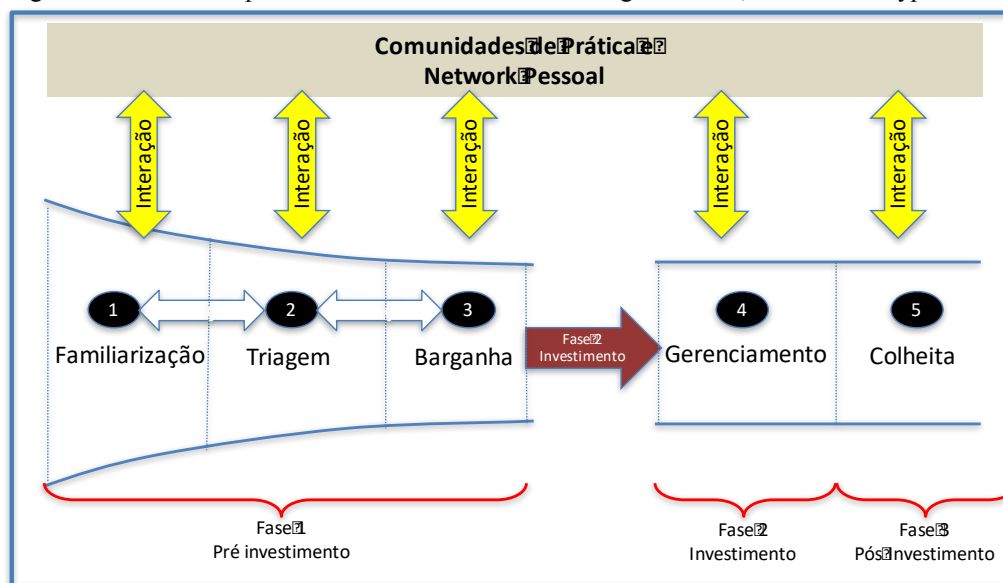
Paul, Whittam e Wyper (2007), considerados pesquisadores da segunda geração, estão bastante alinhados à descrição das etapas feitas por Cornelius e Person (2009) e, buscam detalhar exclusivamente o processo de pré-investimento de investimento anjo. Na pesquisa, os autores afirmam que a literatura sobre o processo de investimento anjo é limitada em escopo e detalhes, a partir de uma análise de vários autores. Sua crítica está fundamentada no

argumento de que os modelos apresentados estão desagregados e/ou focados em alguma fase específica do processo de investimento.

[...] Devemos considerar que, enquanto se toma o processo de investimento como sequencial, descrevê-lo como ordenado é demasiado simplista. Muitas negociações não progridem facilmente, por exemplo, e o processo pode ser interrompido por vários fatores. O capital necessário para uma empresa pode envolver o financiamento de vários investidores – enquanto alguns estão dispostos a investir, outros podem se mostrar mais relutantes. Cada empresa apta ao financiamento está submetida a todas as fases do processo, porém cada uma destas fases, para cada empresa, normalmente dura conforme as interações entre investidores e empresas. (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007).

A partir de uma perspectiva generalista de todo o processo, Paul, Whittam e Wyper (2007) apresentam um abrangente modelo focado no investimento anjo e dividido em cinco estágios: familiarização, triagem, barganha, gerenciamento e colheita, sendo os dois últimos referentes a fase de pós-investimento. O que diferencia este modelo dos demais é uma visão iterativa das suas etapas, sendo uma complementar à outra, e a inclusão de uma ação interativa com terceiros para obtenção de conhecimentos mais profundos sobre a proposta para validar ou não a oportunidade de forma mais assertiva. “Interação é a característica definitiva do processo [...] a habilidade de validar informação é a chave do processamento de um estágio para o outro”, afirmam os autores.

Figura 10 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Paul, Whittam e Wyper



Fonte: Elaborado pelo autor com base em PAUL, WHITTAM e WYPER, 2007.

Na etapa de “Familiarização” são executadas duas atividades principais: aprender

sobre a oportunidade de negócio e conhecer o empreendedor. Nesse sentido, os investidores enfatizam tanto atributos do empreendimento quanto do empreendedor para decidirem qualquer possibilidade de investimento. Normalmente, os investidores conhecem as oportunidades de negócios por meio de contatos pessoais que geralmente vivem próximos, o que faz com que a maioria das oportunidades seja geograficamente concentrada na área do investidor anjo. Estes contatos podem ser familiares, amigos, parceiros de trabalho, referências de advogados, contadores, banqueiros, entre outros. Para aumentar o fluxo de negócios (*deal flow*) e encontrar, com mais eficiência e eficácia novos empreendimentos atraentes para investimentos, os investidores também recorrem a meios mais formais de fluxo de negócios, que incluem a participação em fóruns de empresas, clubes, participação em redes de investidores, entre outros. Paul, Whittam e Wyper (2007) enfatizam que a personalidade do empreendedor responsável pela empresa é um fator crucial na decisão para investir. Devido ao considerável tempo do futuro convívio com o investidor, é natural que suas características de sociabilidade tenham grande peso na avaliação. Outra ênfase dos autores se refere aos principais critérios para tomada de decisão que os investidores utilizam, dentre eles estão: o montante de capital buscado pelo empreendedor, as limitações geográficas da empresa, o setor industrial/segmento de mercado que atuará. Geralmente, há a preferência de investir em empresas próximas de onde residem e em setores nos quais têm experiência. Conhecendo o setor/mercado da empresa, o investidor avalia o potencial de crescimento do negócio e como poderá compartilhar seu conhecimento e sua experiência no empreendimento, tornando o investimento menos arriscado. Por outro lado, por indicação de terceiros confiáveis da sua rede de relacionamentos, há a possibilidade de investirem em lugares ou setores/mercados com os quais não estão acostumados.

Na etapa “Triagem”, o investidor se engaja de forma mais intensa no processo de seleção das empresas. Esta etapa envolve uma análise mais densa das informações a respeito da oportunidade e do empreendedor por trás dela e o investidor decide se seguirá adiante com a empresa. Nesta etapa são executadas duas principais atividades chamadas pelos autores de triagem inicial e triagem detalhada. (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007).

Na triagem inicial, reuniões mais densas com o empreendedor passam a acontecer para que os investidores confirmem as suas primeiras impressões. É também neste momento que se intensificam a interação entre investidor e sua rede de contatos visando levantar histórico do empreendedor e outros conhecimentos que possam validar a oportunidade. Ainda durante este momento se aprofundam estudos sobre o plano de negócio, buscando alternativas de como os investidores anjo podem contribuir com o negócio, além do escopo do seu investimento

financeiro.

A triagem detalhada é consequência do aprofundamento e comprovação das informações dadas pelo empreendedor. Segundo Paul, Whittam e Wyper (2007), é este o momento de maior envolvimento do investidor anjo com a empresa e, em muitos casos, investidores anjos adicionais são chamados para fazer parte do potencial investimento. Ao final da etapa de triagem, todas as informações foram detalhadas e checadas (*due diligence*) pelo investidor, com isso, são selecionadas as propostas mais atraentes e o investidor anjo toma a decisão sobre qual ou quais empresas receberão investimentos, avançando para a próxima etapa.

A chamada *Due Diligence*, é uma espécie de “auditoria” que o investidor anjo faz nas informações, empreendedor e empresas que receberão o investimento, a fim de identificar os riscos do empreendimento e o potencial do acordo. Esta investigação detalhada geralmente busca comprovações sobre às condições financeiras e legais das empresas; avaliação do potencial de mercado por um especialista do setor; verificação de antecedentes e de referência sobre os empreendedores e pesquisa de mercado e, além de outros pontos importantes sobre o produto ou serviço oferecido.

Paul, Whittam e Wyper (2007) enfatizam a importância da atitude proativa do investidor anjo no estágio da triagem, quando afirmam que: “Mudanças no plano, discutidas entre anjo e empreendedor são suscetíveis de ocorrer, sendo que, as áreas mais revisadas geralmente são marketing e finanças”. O Quadro 8 apresenta os aspectos da empresa que são analisados na etapa da triagem.

Quadro 8 - Aspectos da empresa analisados na etapa da Triagem

Porte da proposta	• Qualidade da gestão; • Oportunidades de mercado; • Conceito de produto.
Setor/segmento	• Preferência em áreas com alto crescimento; geralmente dentro da área de conhecimento do investidor anjo.
Localização do negócio	• Localização geográfica do empreendimento, geralmente próxima a do investidor.
Estágio de desenvolvimento	• Análise do plano de negócio; • Potencial de crescimento.
Mercado e potencial de crescimento	• A capacidade da empresa para resistir às ameaças da sua área de atuação.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em PAUL, WHITTAM e WYPER, 2007.

Nesta etapa também se define o número de investidores que será envolvido nas futuras negociações, o que é particularmente importante como estratégia para anjos que têm experiência de investimento muito limitada. Se o investidor validar as informações e não houver grandes problemas com a empresa, o processo segue para a fase de barganha.

Na última etapa da fase de pré-investimento, denominado “Barganha”, são executadas duas atividades: estruturação do acordo de investimento e, em ato sequente, a consolidação do acordo por meio da assinatura.

A estruturação do acordo de investimento envolve uma árdua negociação dos valores envolvidos no investimento e de metas e indicadores para compor um plano de trabalho que será executado na fase sequente do processo de investimento anjo, ou seja, na fase de investimento. É no acordo de investimento que são definidos o que a literatura chama de ou Key Performance Indicator (KPI), ou em português, indicadores-chave de performance. A definição dos KPI é árdua e complexa, pois o investidor anjo lida com empresas em estágio semente e, por isso, muitas vezes, trabalha com informações insuficientes ou altamente subjetivas para fazer projeções, definir indicadores e identificar o valor da empresa (*valuation*). O *valuation* determina quanto vale a empresa, quanto dinheiro pode ser levantado, quanto de participação proprietária o empreendedor reterá; também definirá o cenário para quanto de financiamento o empreendedor será capaz de obter na próxima rodada de financiamento. Geralmente os anjos investem e adquirem de 20 a 30% de uma empresa na 1.^a rodada de financiamento. Outras rodadas futuras com novos investimentos e investidores podem acontecer. No fim desta etapa, um acordo formal é estabelecido e documentos legais entram em vigor. É comum que na negociação os investidores anjo recebam *equity* em troca do recurso investido.

O modelo de Paul, Whittam e Wyper (2007) traz um elemento novo em relação aos demais modelos: uma etapa com atividade contínua e intensa de interações com o network do investidor para ser efetivada desde a procura de oportunidades até a obtenção de conhecimentos importantes para a melhorar e/ou validar a proposta. Outros modelos como Teybee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) apontam a interação com o network do investidor apenas em atividades de busca de oportunidades.

O Quadro 9 apresenta as etapas do modelo de Paul, Whittam e Wyper (2007), com as principais atividades mencionadas na pesquisa e os resultados esperados.

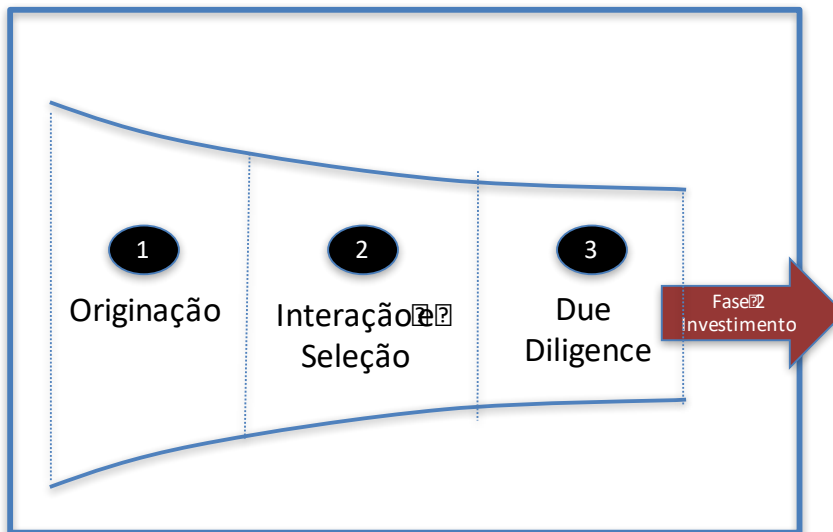
Quadro 9 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Paul, Whittam e Wyper

Modelo Paul, Whittam e Wyper		
Etapa	Principais Atividades	Resultado apontados pelo autor
Familiarização	- Conhecer oportunidades de negócios - Aplicação de critérios básicos para selecionar as oportunidades	Ter uma quantidade razoável de oportunidades sinérgicas com o portfólio do investidor
	- Buscar informações prévias sobre o empreendedor	Conhecer e habilitar o empreendedor
Triagem	- Análise detalhada de informações sobre a empresa - Entender a empresa e seu negócio - Melhoramento na proposta do empreendedor - Decisão das empresas que receberão investimentos	Proposta de negócios validadas e aceitas Melhoramento na proposta do negócio
Barganha	- Estruturação do acordo de investimento com <i>valuation</i> e participação - Elaboração dos documentos legais - Assinatura do acordo	Negociação do investimento realizada
Interação com Network (Etapa transversal)	- Acessar network para buscar oportunidades - Acessar network para buscar informações - Acessar network para obter conhecimento	Obter informações e conhecimentos para construção e/ou validação das propostas de investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de PAUL, WHITTAM e WYPER, 2007.

Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) também apresentam um processo enxuto de pré-investimento para investidores anjo. Para os autores: “Apesar de existir múltiplas maneiras de dividir em mais etapas, preferimos focar esta pesquisa no que entendemos ser mais crítico no processo”. O modelo de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) apresenta visões bastante sinérgicas com o modelo apresentado por Paul, Whittam e Wyper (2007), conforme poderá ser constatado nas três etapas apresentadas na Figura 10, porém, Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) trazem no modelo uma visão do processo de tomada de decisão, ou seja, como acontece o processo de decisão em cada um dos estágios da fase de pré-investimento.

Figura 11 - As três etapas da fase 1 – Pré-investimento segundo Maxwell, Jeffrey e Lévesque



Fonte: Elaborado pelo autor com base em MAXWELL, JEFFREY e LÉVESQUE, 2007.

O modelo de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) inicia com a etapa de “Originação”, momento em que o investidor busca oportunidades antes de fazer a primeira interação com o empreendedor. Nesta etapa, o investidor anjo utiliza fortemente o seu network para receber indicações confiáveis e, assim, reduzir significativamente o tempo de análise de projetos não alinhados com a sua estratégia e/ou portfólio. É fundamental ressaltar que a etapa de originação é fortemente impactada por percepções de terceiros e um grau de subjetividade bem maior do que as demais, porém, com o aprofundamento das informações por parte do empreendedor e do investidor anjo, esta subjetividade vai dando espaço para uma visão mais integrada e objetiva.

A segunda etapa é chamada de “Interação e Seleção”, que corresponde ao momento quando se iniciam as primeiras interações entre investidor anjo e empreendedor. Basicamente, o investidor observa o comportamento do empreendedor e as informações que ele expõe para, com isso, validar as oportunidades que mais se alinham ao seu interesse e, assim, decidir sobre quais empresas receberão os investimentos anjo. O empreendedor e investidor intensificam a sua interação, buscando estruturar e objetivar a negociação para fechar o acordo de investimento. Nesta etapa, o investidor tem sua atenção voltada para as informações do negócio, o comportamento do empreendedor e questões relacionadas ao investimento como risco, retorno e potencial perdas.

A terceira e última etapa do modelo proposto por Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) é denominada *Due Diligence*, que, igualmente a proposta de Paul, Whittam e Wyper (2007), corresponde ao período em que o investidor verifica a veracidade das informações e, em

conjunto com o empreendedor, constrói os acordos contendo a quantidade do investimento, plano de metas a serem alcançados e a participação societária (*equity*). Os Autores reforçam que esta é uma etapa que é executada entre a tomada de decisão em investir em determinada empresa e a realização efetiva do investimento.

O Quadro 10 apresenta as etapas do modelo de Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), com as principais atividades mencionadas na pesquisa e os resultados esperados.

Quadro 10 - Resultados esperados nas etapas do Modelo Maxwell, Jeffrey e Lévesque

Modelo Maxwell, Jeffrey e Lévesque		
Etapa	Atividades	Resultado apontados pelo autor
Originação	- Acessar network para buscar oportunidades - Identificar oportunidades sinérgicas	Oportunidades identificadas para iniciar negociação de investimento Oportunidades qualificadas e sinérgicas com o interesse do investidor
Interação e Seleção	- Interação com o empreendedor. - Entender a empresa e seu negócio - Conhecer o plano de investimento elaborado pelo empreendedor	Rol validado de negócios atrativas para investimento
Due Diligence	- Análise detalhada sobre a empresa e seu negócio - Negociação do plano de investimento da empresa	Proposta de investimentos construídas e acordadas
	- Decisão das empresas que receberão investimentos - Estruturação do acordo de investimento com <i>valuation</i> e participação.	Melhores empresas prontas para receber o investimento

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de MAXWELL, JEFFREY e LÉVESQUE, 2011.

Nesta seção pôde-se observar que os cinco modelos estudados trazem uma evolução da visão do investidor anjo em relação a Fase 1 de pré-investimentos. O Quadro 11 resume os cinco modelos estudados, destacando as etapas de cada um dos modelos juntamente com sua principal característica.

Quadro 11 - Quadro resumo dos modelos estudados

Nome do modelo	Etapas	Principal objetivo
Modelo Teybee e Bruno (1984)	1. Originação	Identificar e priorizar oportunidades de investimento anjo
	2. Triagem	Conhecer e selecionar as oportunidades mais sinérgicas com o investidor anjo
	3. Avaliação	Confirmar potencial da oportunidade e tomada de decisão para realizar o investimento anjo
	4. Estruturação	Negociar e estruturar a operação de investimento anjo
Modelo Fried e Hisrich (1994)	1. Originação	Acessar network para identificar e priorizar oportunidades reais de investimento anjo
	2. Triagem Específica	Confirmar que a oportunidade está alinhada com a estratégia e capacidade do investidor anjo
	3. Triagem Genérica	Confirmar que a proposta tem potencial no mercado e de retorno para o investidor anjo
	4. Avaliação 1. ^a fase	Analisar com detalhes e validar a viabilidade do investimento anjo (<i>due diligence</i>)
	5. Avaliação 2. ^a fase	Analisar os obstáculos para a realização do investimento anjo e ações mitigadoras. Tomada de decisão para o investimento anjo
	6. Fechamento	Construção e assinatura dos acordos do investimento anjo
Modelo Riding, Madill e Haines (2007)	1. Potencial Negócio e 1. ^a impressão	Buscar, encontrar e engajar potenciais oportunidades de investimento anjo
	2. Análise de Proposta	Validar a oportunidade e confirmar o potencial investimento anjo.
	3. Negociação e Consumação	Tomada de decisão para realizar o investimento juntamente com a negociação e consolidação dos termos.
Modelo Paul, Whittam e Wyper (2007)	1. Familiarização	Identificar e aprender sobre a oportunidade para realizar o investimento anjo e conhecer o empreendedor
	2. Triagem	Buscar, analisar e confirmar as informações sobre o negócio e o empreendedor
	3. Barganha	Negociar, estruturar e consolidar a operação de investimento anjo
	4. Interação com Network	Atividade transversal que permeia todas as demais. É executada com o intuito de receber informações que subsidiem a tomada de decisão
Modelo Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011)	1. Originação	Buscar, identificar oportunidades de investimento anjo
	2. Interação e Seleção	Conhecer com detalhes e validar oportunidades para confirmar potencial para o investimento anjo
	3. Due Diligence	Confirmar a veracidade das informações e negociar e estruturar a operação de investimento anjo

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

O modelo de Teybee e Bruno (1984), por ser um dos primeiros a propor um processo para realização de investimento, está bastante focado na identificação e macro caracterização do processo do investimento em venture.

O modelo de Fried e Hisrich (1994) buscam detalhar mais o processo do investimento em *venture capital*, trazendo algumas contribuições como, por exemplo, a coconstrução do plano de negócios antes de realizar o investimento como elemento importante para possibilitar uma visão futura unificada do investidor anjo e do empreendedor.

Os modelos de Riding, Madill e Haines (2007) e Paul, Whittam e Wyper (2007) são considerados da segunda geração das pesquisas sobre processos de investimento anjo. O modelo de ambos contempla o acesso ao network do investidor anjo como um grande diferencial para se obter sucesso nas operações de investimento. Riding, Madill e Haines (2007) mencionam o acesso ao network, mas foi Paul, Whittam e Wyper (2007) que incorporaram com destaque esta atividade no modelo, assim como a característica de interação e complementariedade entre as etapas.

Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) apresentam um modelo com três etapas muito similar ao de Paul, Whittam e Wyper (2007), porém o modelo integra o processo de tomada de decisão e os critérios para aceitação ou rejeição da oportunidade.

Na seção 5, estes modelos serão utilizados, juntamente com a vivência profissional do pesquisador, para construção da proposta de um modelo teórico do processo da fase de pré-investimento.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são apresentados e detalhados os procedimentos metodológicos para cumprir os objetivos desta pesquisa: estruturar um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Esta pesquisa procura entender como os investidores anjo escolhem as empresas que receberão os investimentos. Utiliza o método qualitativo para o seu desenvolvimento. Este método foi considerado mais adequado, pois sua adoção permite, dentre outras possibilidades, compreender processos dinâmicos experimentados pelos investidores anjos, assim como permite a interpretação das particularidades dos comportamentos dos indivíduos. Além disso, não foram empregadas técnicas estatísticas para realizar análises, numerar ou medir unidades, justificando-se, assim, a escolha do método qualitativo em detrimento do quantitativo.

Para o desenvolvimento desta dissertação foi utilizada, inicialmente, uma pesquisa exploratória para o levantamento do referencial teórico, análise de documentos e entrevistas relacionados ao tema. O objetivo da pesquisa exploratória era entender o conceito de investidor anjo, suas características e, principalmente, o processo de seleção de empresa para realizar investimentos anjo. Com a pesquisa exploratória foi possível estruturar um modelo de teórico específico sobre o comportamento do investidor anjo no contexto da seleção de empresas para realizar investimentos.

A pesquisa bibliográfica foi realizada nas bases de dados Scopus, Ebsco e Google Scholar, e envolveu basicamente o estudo de artigos internacionais, devido à ausência de discussão sobre este tema na academia brasileira. Os artigos selecionados utilizaram o critério de número de citação, ou seja, foram utilizados os artigos mais citados sobre processo de investimento de *venture capital* formal ou informal.

A partir do modelo de teórico foi desenvolvido um modelo de análise de possibilitou a aplicação de entrevistas com investidores anjo, sendo sete do Brasil, um da Suíça e três dos Estados Unidos para validar ou não as etapas identificadas. Na sequência, foram descritas entrevistas para caracterizar e analisar o comportamento do investidor anjo no momento de seleção das empresas para realizar investimentos. Por último, as entrevistas foram interpretadas e, com isso, se chegou a uma visão teórico-prática voltada para a aplicação no mercado do processo de seleção de empresas para realizar investimento anjo por meio da

proposta do *framework* metodológico.

Esta pesquisa se enquadra no âmbito do mestrado profissional em administração do Programa de Pesquisa Pós-graduação em Administração de Empresas, do Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas (ESAG). Tem como área de concentração a gestão estratégica e a linha de pesquisa voltada à gestão, inovação e empreendedorismo: que propõe a realizar estudos e pesquisas, sobre as decisões e ações dos ambientes organizacionais, a exploração de novas ideias, assim como, o gerenciamento e o desenvolvimento de novos projetos no campo da administração. O trabalho foi desenvolvido no grupo de pesquisa do Laboratório de Tecnologia de Gestão juntamente com o Centro de Empreendedorismo Inovador da Fundação CERTI.

4.2 PARADIGMA, ONTOLOGIA E EPISTEMOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa está alicerçada no paradigma interpretativista, pois busca entender o fenômeno relacionado ao processo de investimento anjo, a partir da perspectiva dos próprios investidores anjo, ou seja, um processo flexível, aberto à visão dos atores pesquisados e à sensibilidade do contexto no qual a pesquisa está sendo realizada. Os resultados não são os fatos em si, mas sim, a interpretação do pesquisador sobre interações com os indivíduos participantes de um determinado fenômeno, que, nesta pesquisa, se refere à execução dos processos de busca, identificação, análise e seleção das empresas que receberão os investimentos anjo.

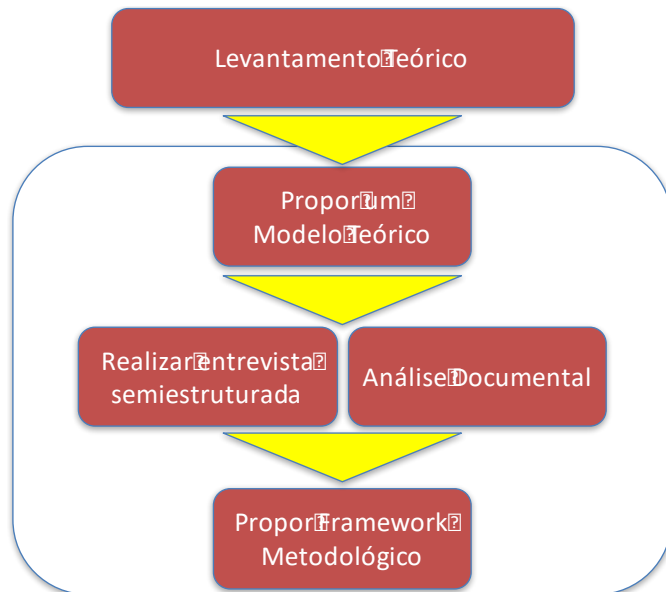
A ontologia desta pesquisa é a intersubjetiva, porque busca entender o fenômeno pela perspectiva dos participantes, ou seja, por meio das práticas dos investidores anjo. Os resultados são frutos de uma construção social que vieram da interpretação do pesquisador, resultantes das interações, com os vários indivíduos que participaram da pesquisa. A epistemologia utilizada será o construtivismo, pois os resultados serão construídos a partir da interação com os diversos investidores anjo.

4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa está dividida em três etapas: (1) Proposta de um modelo de teórico dos processos de investimento anjo na fase de pré-investimento; (2) Aplicação de entrevista semiestruturada e análise documental e, a partir dos achados; (3) Proposição de um *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo no processo de seleção de

empresas para realizar investimentos

Figura 12 - Metodologia da Pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

4.3.1 Proposta do modelo teórico da fase de pré-investimento

A partir da revisão bibliográfica realizada na subseção 3.6.2 e vivência profissional do pesquisador, foi possível propor um modelo teórico do processo da fase de pré-investimento que aborda a temática de seleção de empresas para realização de investimentos. O modelo teórico apresentado na seção 5 deu subsídios para criação do modelo de análise, apresentado na subseção 4.4, que evidencia as etapas críticas do processo de seleção de empresas para realizar investimentos e demais atividades estratégicas que serão apresentadas e discutidas com os investidores anjo para sua crítica, complemento ou ajustes.

4.3.2 Realização do estudo multicaso por meio de entrevista semiestruturada

O método utilizado foi de estudo multicaso, pelo fato de se ter levantado dados a partir de casos reais de oito investidores anjo e outros três especialistas, conforme apresentado na Tabela 3, que atuaram na busca de oportunidades que efetivamente se transformaram em 172 operação de investimentos anjo e outras 23 operações de desinvestimento, sendo sete com lucro. O estudo multicaso possibilitou obter provas mais consistentes a partir de múltiplas fontes, se comparado ao estudo de caso único, por isso, é visto como mais robusto. No

entanto, exige maior tempo e de recursos para ser realizado.

A técnica utilizada foi a de (a) entrevista semiestruturadas com investidores anjos e especialistas e, (b) análise documental a partir de documento recebidos do próprio investidor, como, por exemplo, formulários básicos para apresentação da proposta, *checklist* de informações necessárias para iniciar tratativas e planilha de *rankeamento* de empreendedores, levando em consideração seu comportamento e conhecimento sobre o assunto. O investidor pediu sigilo em relação aos documentos, argumentando que essas informações fazem parte do seu poder competitivo.

A entrevista semiestruturada possibilita captar maior quantidade de informações e obter opiniões relevantes dos investidores anjo. O formulário para entrevista foi estruturado a partir do modelo de referência apresentado nesta dissertação.

O estudo multicaso foi realizado levando em consideração as seguintes etapas:

- a) Identificação e Seleção dos Investidores Anjo e Especialistas – Esta etapa inicia pelo contato com grupos organizados de investidores anjo (redes, associações, clubes, etc.), a partir deste contato serão identificados os investidores anjo e especialistas com potencial para realizar a entrevista. Um contato prévio foi feito com os investidores anjo e especialistas e, nesta ocasião, foi solicitada a realização de uma breve conversa por telefone, visando caracterizar o investidor anjo e/ou especialista para garantir que estão dentro dos critérios de seleção.
- b) Caracterização do Investidor Anjo – Para obter informações que possibilitassem a confirmação de que atendem todos os critérios de seleção (subseção 4.5), foi feita uma conversa prévia por telefone ou e-mail. A partir das informações recebidas foram classificados levando em consideração sua categoria de investidor anjo ou especialista, país/região de origem, anos de experiência, quantidade de investimentos e desinvestimentos realizados. Esta etapa deu origem à Tabela 3 desta dissertação. Com a constatação de que atendem todos os critérios de seleção, uma entrevista presencial foi marcada para realizar a coleta dos dados, informações e evidências das práticas de seleção de empresas para realização de investimentos.
- c) Identificação e Descrição dos Processos – A partir da apresentação do modelo teórico aos investidores anjos e/ou especialistas no momento da entrevista, foram identificadas as etapas utilizadas pelos próprios investidores anjo, seu grau de sistematização, importância e subjetividade envolvida. Também foi

solicitado ao entrevistado que dispusesse possíveis documentos que para ilustrar o processo de investimento anjo utilizado por ele.

- d) Identificação e descrição das principais atividades – Uma vez definidas as etapas foi perguntado ao entrevistado quais as principais atividades que compunham este processo e seus principais resultados (*outputs*). Também foi solicitado ao entrevistado que dispusesse possíveis documentos para ilustrar as atividades desenvolvidas por ele em cada uma das etapas do investimento anjo. As entrevistas foram gravadas e transcritas para subsidiar uma análise criteriosa e detalhada.
- e) Descrição do processos e atividades do investimento anjo – Com as entrevistas realizadas e documentos analisados foi possível descrever como os investidores anjo e/ou especialistas atuam na prática para selecionar empresas para realizar investimentos.

No momento da entrevista, apresentou-se o modelo teórico, detalhado na seção 5, e foi realizada a entrevista semiestruturada a partir de um roteiro sobre os principais pontos necessários para observação do fenômeno, conforme modelo de análise. Além disso, três investidores anjo repassaram documentos complementares, tais como: planilhas, formulários, fluxos e esquemas, para servir de referência para complementar as informações e possibilitar obter outras evidências. Os investidores anjo solicitaram que os documentos não fossem divulgados e/ou publicados.

Um pré-teste foi realizado com os dois primeiros entrevistados no Brasil, a fim de verificar se a estratégia de condução da entrevista estava adequada, se o investidor anjo tinha compreensão dos questionamentos, se as informações obtidas eram relevantes. A partir deste pré-teste foi possível realizar pequenos ajustes no modelo de análise para melhorar os resultados.

4.3.3 Proposição de *framework* metodológico a partir do modelo teórico e entrevista semiestruturada com investidores anjo.

Por meio das análises das entrevistas e dos documentos entregues pelos investidores anjo foi possível propor ajustes no modelo de referência e, assim, possibilitar que se proponha um *framework* metodológico prático e útil para seleção de empresas que receberão investimentos dos investidores anjo. Este *framework* também poderá ser útil para que empresas que buscam investimento tenham conhecimento dos processos utilizados e se

ajustem para ampliar suas chances de captação.

4.4 MODELO DE ANÁLISE

O modelo de análise compreende as principais etapas e atividades do processo de investimento anjo na fase de pré-investimento, conforme Quadro 12.

Quadro 12 - Modelo de Análise da pesquisa

Blocos	Objetivos
Bloco 1 – Informações gerais sobre o investidor	Coletar informações gerais sobre o investidor anjo e seus investimentos.
Bloco 2 – Etapa Busca de Oportunidades	Coletar informações de como o Investidor Anjo busca, analisa e valida as oportunidades para dar continuidade ao processo de pré-investimento.
Bloco 3 – Etapa Habilitação do Empreendedor / equipe	Coletar informações de como o Investidor Anjo interage e credencia o empreendedor para continuar no processo de pré-investimento.
Bloco 4– Etapa Validação do Negócio	Coletar informações de como o Investidor Anjo comprova que o negócio apresentado pela empresa é atraente para o mercado.
Bloco 5 – Validação do Investimento	Coletar informações de como o Investidor Anjo analisa e aprova o plano de investimento, como negocia com o empreendedor e quando acontece a tomada de decisão sobre realizar o investimento.
Bloco 6 – Melhorias no Plano de negócios	Coletar informações de como o Investidor Anjo ajuda a melhorar o plano de negócios da empresa.
Bloco 7 – Fechamento das negociações	Coletar informações de como o Investidor Anjo fecha as negociações com o empreendedor e assina os documentos que efetivam o investimento.
Bloco 8 – Interações com o network.	Coletar informações de como e quando o Investidor Anjo faz a interação com o seu network para recebe informações.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

4.5 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS ENTREVISTADOS

Os investidores anjos e especialistas foram selecionados levando em consideração os seguintes critérios:

- a) Participado ativamente do processo de busca de oportunidades que se

- efetivaram em operações reais de investimento anjo;
- b) Ter no mínimo três anos de experiência;
- c) Ter feito pelo menos cinco operações de investimento anjo.

Estes critérios foram definidos para que os dados coletados refletissem operações realizadas por investidores anjo e/ou especialistas com experiência comprovada em todas as sete etapas da fase de pré-investimento, conforme consta no modelo teórico explicitado na seção 5.

Buscou-se selecionar investidores anjo com experiência prévia na seleção de empresas para realizar seus investimentos, porém, optou-se por aplicar a entrevista semiestruturada e realizar o levantamento de dados em três mercados diferentes: Estados Unidos, considerado o mercado de *venture capital* informal mais desenvolvido, a Suíça, que, apesar do tamanho, pode ser considerado um mercado com investidores anjo bastante profissionalizados devido aos resultados na criação de *startups* de classe mundial e no Brasil, onde a atividade de investimento anjo ainda está em fase inicial. Os investidores anjo do exterior foram contatados por meio de entidades parceiras com as quais já se possui relacionamento. As entrevistas foram todas presenciais feitas em viagens de trabalho.

No decorrer do processo de seleção dos investidores anjo e especialistas para participar da entrevista, foi retirado dos critérios a exigência de ter feito pelo menos uma operação de desinvestimento com sucesso, ou seja, vender sua participação societária na empresa investida e obter lucros. Este critério de seleção foi excluído devido ao baixo número de investidores anjo brasileiros que conseguiram efetivamente realizar uma operação de lucro com sucesso. Talvez isso se deva ao estágio inicial desta atividade no Brasil.

Tabela 3 - Informações dos investidores anjo e especialistas selecionados para entrevista

Investidor	Categoria	País/Cidade	Tempo de atuação	N.º De Investimentos Anjo realizados	N.º de des-investimentos realizados
IA1	Especialista	Brasil/ Florianópolis	20	42	1
IA2	Especialista	Brasil/ Florianópolis	7	30	0
IA3	Investidor Anjo	EUA/Boston	16	17	8
IA4	Investidor Anjo	EUA/Boston	5	6	1
IA5	Investidor Anjo	EUA/Boston	11	11	4
IA6	Especialista	Brasil/ Florianópolis	7	12	0
IA7	Investidor Anjo	Brasil/São Paulo	13	8	2
IA8	Investidor Anjo	Brasil/ Florianópolis	10	15	1
IA9	Investidor Anjo	Suíça/Zurich	20	12	4
IA10	Investidor Anjo	Brasil/ Florianópolis	15	13	1
IA11	Investidor Anjo	Brasil/ Florianópolis	5	6	1
TOTAIS				172	23

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

4.6 OBTENÇÃO, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

As entrevistas semiestruturadas foram conduzidas no período de outubro de 2016 a julho de 2017. Isso permitiu que, quando necessário, se fizesse uma nova entrevista com o investidor anjo para dirimir dúvidas ou esclarecer alguns pontos relevantes e se chegar as conclusões contidas nesta dissertação.

Quadro 13 - Etapas de pesquisa e técnicas de coleta e de análise de dados

Etapas de pesquisa	Coleta de dados	Análise de dados
Identificação dos Investidores Anjo	Contato com grupos de investidores anjo (RIA/Anjos do Brasil/SwissNex/Berlim Partners/MIT)	Elaboração da lista de indicações feita pelos membros do grupo de investidores.
Caracterização e seleção dos Investidores Anjo.	Conversa prévia por telefone ou e-mail com os investidores indicados pelos grupos de IA e levantamento inicial de informações para verificar o cumprimento dos critérios de seleção para entrevista	- Elaboração de quadros de critérios para seleção do investidor anjo e/ou especialista.
Identificação e descrição das etapas-chave da fase de pré-investimento.	Entrevista semiestruturada com os investidores anjo e especialistas utilizando o roteiro conforme quadro 13	- Transcrição da entrevista em tópicos - Elaboração de matriz organizada por blocos do modelo de análise com as informações coletadas e agrupadas. - Elaboração de texto descritivo e interpretativo contendo informações percebidas pelo mestrando e trechos das entrevistas relacionando os achados com o referencial teórico.
Identificação e descrição das principais atividades de cada etapa da fase de pré-investimento.		
Descrição dos processos e atividades do investimento anjo	- Análise crítica das transcrições das entrevistas feitas com investidores anjo e especialistas - Análise dos documentos oferecidos pelo entrevistado - Retorno ao levantamento teórico para relacionar teoria com prática.	- Elaboração de texto descritivo e interpretativo contendo informações percebidas pelo mestrando e trechos das entrevistas relacionando os achados com o referencial teórico.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

4.6.1 Roteiro da Entrevista Semiestruturada

Buscando garantir homogeneidade na coleta de dados por meio da entrevista semiestruturada foi elaborado um roteiro dividido entre os oito blocos definidos no modelo de análise, no qual cada bloco contempla um conjunto de pergunta balizadoras a serem feitas

para os investidores anjo e especialistas entrevistados, conforme descrito no Quadro 14.

Quadro 14 - Roteiro da Entrevista semiestruturada

Blocos	Perguntas balizadoras
Bloco 1 - Informações gerais sobre o investidor	- Quanto tempo realiza Investidor Anjo? - Qual perfil de atuação (ativo ou passivo)? - Quando foi seu último investimento? - Quanto o target de retorno? % x tempo. - Como atua? (Sozinho/funcionários/sindicato) - Quantos Investidor Anjo já fez? - Qual o Ticket médio dos investimentos? - Já realizou colheita? Quantas? Retorno?
Bloco 2 – Etapa Busca e seleção de Oportunidades	- Possui um processo formal (ou semi) para buscar e selecionar? - Como busca oportunidades? Quais subetapas/atividades? - Onde busca as oportunidades? Como elas chegam? - Como analisa/valida a oportunidade? - Quais documento analisa/solicita? - Como busca informações? - Qual os instrumentos utilizados gerir esta etapa? (Formulário, ranking, checklist)
Bloco 3 – Etapa Habilitação do Empreendedor/equipe	- Possui um processo formal ou semiformal interagir e habilitar o empreendedor? - Como habilita o empreendedor? Quais subetapas/atividades? - Quando encontra pela primeira vez? Quando habilita? - Quais os mecanismos utilizados? Reunião/workshop/dinâmica grupo? - Qual os instrumentos para validar o Empreendedor/equipe? (Formulário, dinâmica, checklist)
Bloco 4- Etapa Validação do Negócio	- Possui um processo formal ou semiformal para validar o negócio? - Como é validado o negócio? Quais as subetapas/atividades? - Quais documento solicita/analisa? (Business plan/Modelo negócio/estudos setoriais) - Existe processo formal de vistoria/due diligence? - Qual os instrumentos para validar o negócio? (Formulário, matriz, checklist)
Bloco 5 – Validação do Investimento	- Possui um processo formal ou semiformal para validar o investimento? - Quais subetapas / atividades? - Como valida o investimento? <i>Valuation</i>? - Quais documento solicita? - Quando envolve outros investidores? - Usa ferramentas? (Fluxos, formulário, matriz) - Analisa a futura saída do investimento?

Continua

Quadro 14 - Roteiro da Entrevista semiestruturada (Conclusão)

Blocos	Perguntas balizadoras
Bloco 6 – Melhorias no Plano de negócios	- Possui um processo formal ou semiformal para conduzir as melhorias na proposta apresentada? - Quais subetapas/atividades? - Quais os métodos para melhorar a proposta do negócio são utilizados? - Existe terceiros especialistas que se envolvem neste momento?
Bloco 7 – Fechamento das negociações	- Possui um processo formal ou semiformal para realizar o fechamento das negociações? - Quais subetapas/atividades? - Quais os documentos assinados? - Quem elabora os documentos e que analisa?
Bloco 8 – Interações com o network.	- Possui um processo formal ou semiformal para interagir com o network? - Quais as principais ajudas são solicitadas para o network? - O seu network tem categorias? - Existe política de recompensa para os membros do network?

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

4.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Dentre as limitações desta pesquisa pode-se destacar, principalmente, a dificuldade em acessar dados e informações confiáveis sobre o assunto já que a atividade é de caráter informal e não há muitos registros oficiais relativos à sua atividade, especialmente quando se aborda o Brasil.

Outro elemento que se deve reforçar é a potencial desconfiança dos empreendedores e dos investidores anjo em abrir as informações e apontarem as melhores práticas. Para reduzir esta desconfiança foi elaborado um termo de sigilo de informações que foi oferecido a cada um dos entrevistados para garantir a confidencialidade de todas as informações repassadas ao pesquisador.

Por último, existe a remota possibilidade de tentativa dos investidores anjo, visando refletir uma imagem de sucesso no mercado, em manipular as informações para que aparentem ter alcançado melhores resultados do realmente fora. Para mitigar este risco uma abordagem com três as empresas investidas foi realizada, visando complementar e ajustar as informações recebidas.

5 ANÁLISE DOS MODELOS DA LITERATURA E PROPOSTA DO MODELO TEÓRICO

A construção da proposta do modelo de referência teórico foi elaborada da seguinte forma:

- a) Construção de quadro contendo todos os “resultados esperados” de cada uma das etapas dos modelos apresentados. Os resultados esperados foram elencados em coluna própria nos Quadros 5, 6, 7, 8 e 9, no momento do levantamento bibliográfico, subseção 3.6.2, da fase de pré-investimento do processo de investimento anjo e a tomada de decisão para escolha das empresas.
- b) Análise e agrupamento dos resultados esperados, levando em conta suas as características similares.
- c) Definição da função-chave que deve ser executada para efetivamente alcançar os resultados.
- d) A partir da função-chave se propôs um nome para a etapa que pudesse rapidamente identificar qual a principal função e resultados a serem gerados.

O Quadro 15 apresenta uma síntese contendo os resultados esperados para cada uma das etapas dos modelos apresentados, a função-chave para alcançar os resultados e o nome sugerido para as etapas do modelo teórico.

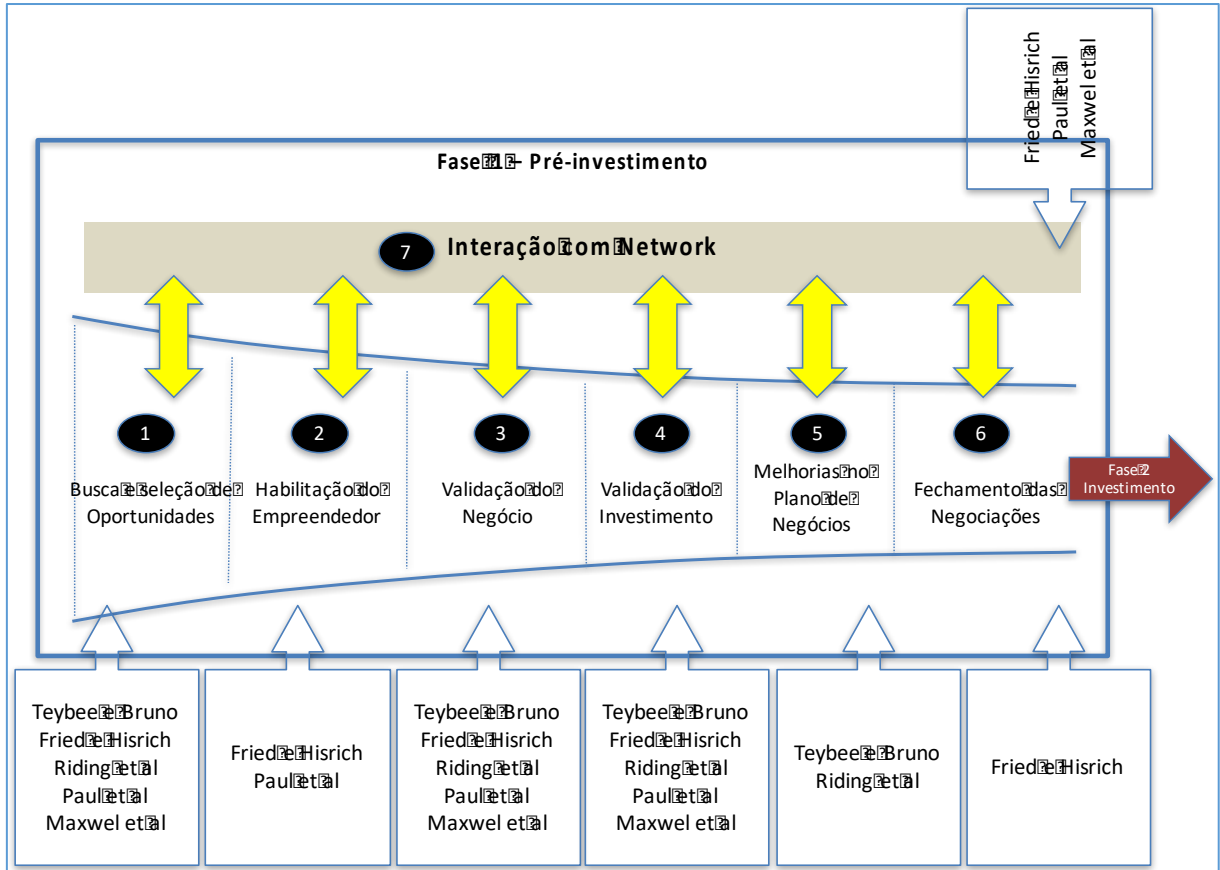
Quadro 15 - As sete Etapas-chave do modelo teórico proposto pelo autor

Grupo	Teybee e Bruno (1984)	Fried e Hisrich (1994)	Riding, Madill e Haines (2007)	Paul, Whittam e Wyper (2007)	Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011)	Função chave para alcançar o resultado	Nome Sugerido para Etapa
Resultados Esperados							
1	Conjunto de potenciais oportunidades no radar do investidor Oportunidades atrativas para investimento selecionadas.	Rol de oportunidades qualificadas e com reais potencial de investimentos	Conjunto de oportunidades que atendam às exigências do investidor anjo.	Ter uma quantidade razoável de oportunidades sinérgicas com o portfólio do investidor	Oportunidades identificadas para iniciar negociação de investimento Oportunidades qualificadas e sinérgicas com o interesse do investidor.	Buscar e selecionar Oportunidades para investimento	Busca e seleção de oportunidades
2		Empreendedor e equipe habilitados para interação		Conhecer e habilitar o Empreendedor		Conhecer e aprovar o Empreendedor	Habilitação do Empreendedor
3	Propostas de negócio validadas para investimento	Conjunto de negócios atrativos Proposta de negócio validada	Empresas atrativas para investimento selecionada.	Proposta de negócio validadas e aceitas	Rol validado de negócios atrativas para investimento	Conhecer e validar o negócio	Validação do Negócio
4	Investimento negociado e pronto para operacionalização	Negociação de investimento realizada e gargalos identificados	Negociação do investimento finalizada	Negociação do investimento realizada	Proposta de investimentos construídas e acordadas	Estruturar e negociar o investimento	Validação do Investimento
5	Proposta de negócios melhoradas		Plano de negócios melhorado			Melhorar o plano de negócios da empresa	Melhorias do Plano de Negócios
6		Acordo fechado e contratos assinados				Consolidar o negócio	Fechamento das Negociações
7		Network identificando proposta e oferecendo informações		Obter informações e conhecimentos do network para construção e validação das propostas de investimento.	Network oferecendo informações sobre o investidor e oportunidades	Interagir com o network buscando informações e negócios	Interação com o network

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Com isso, chegou-se ao modelo teórico com sete etapas-chave, conforme apresentado na Figura 13.

Figura 13 - As sete etapas-chave do modelo teórico



Fonte: Elaborada pelo autor, 2017.

A primeira etapa do modelo teórico é denominada “Busca e Seleção de Oportunidades”, que resultará em uma lista de oportunidades qualificadas e validadas de acordo com o interesse e estratégia do investidor anjo. Todos os modelos referenciaram de forma direta a necessidade de se ter um conjunto de oportunidades qualificadas e alinhadas ao interesse do investidor anjo para iniciar o processo de interação que possa evoluir para a realização do investimento (TEYBEE; BRUNO, 1984; FREID; HISRIC, 1994; RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Alguns autores nominam esta primeira etapa do processo de investimento anjo como “busca de empresas” para realizar investimentos. Neste estudo entende-se que esta visão pode ser limitada quando se está buscando oportunidades de investimento, pois elas podem estar em estágio preliminar na formação da empresa, ou seja, ainda formatadas como ideia, tecnologia, plano de negócios, protótipos, etc., assim, o modelo de referência teórica adotará o

nome de “busca e seleção de oportunidades”, prevendo uma visão mais abrangente.

Esta etapa contempla atividades relacionadas à identificação de oportunidades e busca de informações e referências para que ela seja validada e uma tomada previa de decisão aconteça, de caráter bastante subjetivo, selecionando a empresa para evoluir para uma nova etapa. O investidor identifica as oportunidades por meio da indicação vindas do seu network (FREID; HISRIC, 1994; PAUL, WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011) e/ou participações em fóruns, eventos de empreendedores e acadêmicos, redes de investimentos, clubes de universidades e vários outros ambientes propícios ao surgimento de ideias inovadoras.

A segunda etapa chamada a “habilitação do empreendedor” se refere ao levantamento de informações sobre os empreendedores que estão à frente da empresa e a primeira interação entre investidor anjo e empreendedor. Nenhum dos modelos contemplou explicitamente uma etapa exclusiva a respeito da habilitação do empreendedor, porém, três modelos mencionam como importantes as atividades de busca de informações prévias dos empreendedores à frente do negócio (FREID; HISRIC, 1994; PAUL, WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Dois são os argumentos utilizados para justificar esta atividade: (1) que o investidor anjo e o empreendedor passarão muito tempo juntos e, para isso, devem se conhecer a ponto de evitar conflitos e (2) porque será o empreendedor que conduzirá todas as atividades referentes ao desenvolvimento da empresa, utilizando os recursos do investidor. Na fase de pré-investimento, o empreendedor é o principal critério de avaliação utilizado pelo investidor anjo na seleção das empresas que receberão seus investimentos (TEYBEE; BRUNO, 1984; FREID; HISRIC, 1994; RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Todos os autores defenderam que os empreendedores se configuram como o principal elemento de análise nesta etapa, porém, também é desejável que se analise a equipe que já está envolvida com a empresa (FREID; HISRIC, 1994).

Pela falta de contato e familiaridade com a oportunidade e pela superficialidade das informações referentes a empresa e seu negócio, estas duas primeiras etapas têm um caráter predominantemente subjetivo e trazem a opinião de terceiros como um importante elemento para tomada de decisão.

A terceira etapa chamada “validação do negócio” diz respeito a uma análise detalhada sobre a empresa, seu mercado de atuação e a comprovação de que o negócio proposto realmente tem viabilidade para receber investimentos (TEYBEE; BRUNO, 1984; FREID;

HISRICH, 1994; RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Neste momento, está fora a análise específica sobre o investimento que a empresa está buscando. De certa forma, ao final desta etapa o investidor entenderá muito bem sobre a empresa e, com isso, estará apto a iniciar as análises especificamente sobre o investimento. Nesta etapa, a subjetividade acaba dando lugar a informações mais precisas que podem ser utilizadas para ter mais objetividade para uma tomada de decisão.

A quarta etapa é denominada de “validação do investimento”, e diz ao processo de negociação entre investidor anjo e empreendedor junto com a análise detalhada do plano de investimento elaborado pela empresa. (TEYBEE; BRUNO, 1984; FREID; HISRIC, 1994; RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Diferente das etapas anteriores, toda atenção está voltada para análise dos números e os potenciais resultados que possam gerar. Neste momento, entram na negociação critérios como o montante de investimento que a empresa está buscando, a sua aplicação e o potencial deste investimento em realmente impactar positivamente o desenvolvimento do negócio. É também nesta etapa que acontecem as negociações e/ou construção de um plano de investimento, contendo as principais regras de convivência, *valuation* da empresa e a participação acionária do investidor anjo, com a definição das metas a serem atingidas. Ao chegar a uma visão comum e consensual sobre o investimento que se realiza, acontece a importante tomada de decisão para se efetivar o investimento (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Esta etapa tem um grau de objetividade bastante significativo.

A partir do momento em que existe a decisão de investir na empresa, o investidor anjo e o empreendedor buscam realizar modificações ou melhorias na direção do desenvolvimento da empresa. Esta é a quinta etapa, denominada de “melhoria do plano de negócio” e está diretamente relacionada à empresa e seu negócio, produto, mercado, tecnologia e outros elementos que afetam diretamente o futuro da empresa (TEYBEE; BRUNO, 1984; RIDING; MADILL; HAINES, 2007). Dependendo das modificações e melhorias, as decisões compactuadas na etapa anterior podem ser revistas e ajustadas.

A sexta etapa, chamada “fechamento das negociações”, está ligada aos processos menos complexos que resultam no acordo final para realizar investimentos anjo. (TEYBEE; BRUNO, 1984; FREID; HISRIC, 1994; RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011). Nesta etapa são

desenvolvidos os documentos e outros mecanismos jurídicos para serem assinados e, com isso, consolidar a negociação para realização do investimento (FREID; HISRICH, 1994). A partir desta etapa, o empreendedor e o investidor estão aptos a iniciar a fase 2 do macroprocesso do investimento anjo, quando o recurso começa a ser aplicado para o desenvolvimento da empresa e seu negócio.

A etapa 7 da proposta no modelo de referência é chamada de “Interação com o Network” e tem um papel fundamental para ampliar as chances de sucesso, tanto nas buscas de oportunidades, validação do negócio e investimento e melhoramento do plano de negócios da empresa (FREID; HISRICH, 1994; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; MAXWELL; JEFFREY; LÉVESQUE, 2011).

Esta etapa tem caráter transversal e contínuo, pois inicia junto com a etapa “busca de oportunidades” e permeia todas as demais etapas. As atividades desenvolvidas nesta etapa são responsáveis por trazer para o processo desde oportunidades para investimento até conhecimentos fundamentais importantes para melhorias e validações de todas as etapas do processo de investimento anjo.

O modelo de referência apresentado aqui será utilizado para o desenvolvimento do modelo de análise para realizar as entrevistas semiestruturadas com os investidores anjos.

6 APRESENTAÇÃO E ANÁLISES DOS DADOS

Nesta seção são apresentados e detalhados os dados obtidos nas entrevistas realizadas com os investidores anjo e com os especialistas. Os dados foram analisados por bloco, conforme descrito no modelo de análise.

O bloco 1 busca caracterizar o perfil do investidor anjo e dos especialistas entrevistados e suas operações. O bloco 2, chamado “busca de oportunidades”, aborda o processo de investimento anjo no momento da procura de oportunidades em diferentes estágios de maturidade, podendo estar estruturada apenas como uma ideia ou, por outro lado, como uma empresa que acabou de realizar suas primeiras vendas. O bloco 3 é chamado de “habilitação do empreendedor” e busca entender o processo que confirma o empreendedor e/ou equipe empreendedora como adequados para receber os investimentos e conduzir a empresa. O bloco 4 é chamado de “validação do negócio”, e explora a etapa quando se busca entender o negócio da empresa e confirmar seu potencial de sucesso. O bloco 5 é chamado de “validação do investimento” e está relacionado ao processo que confirma que o investimento será eficaz para a empresa e que tem potencial de lucro para o investidor e também a negociação entre empreendedor e investidor anjo sobre a aplicação do investimento anjo e os resultados a serem alcançados. O bloco 6 é chamado de “melhoria do plano de negócios”, e está relacionado ao processo executado em conjunto pelo empreendedor e investidor anjo de desenvolvimento de um plano de negócio que contemple uma visão comum de ambos. O bloco 7 é chamado de “fechamento da proposta”, e se refere ao processo de construção dos acordos relacionados à aplicação do investimento anjo. Por fim, o bloco 8, chamado de “interação com o *network*” é uma etapa transversal em todo o processo e diz respeito ao acesso feito pelo investidor anjo ao seu *network* para obter informações e complementar conhecimentos importantes para o investimento.

6.1 BLOCO 1 - CARACTERIZAÇÃO DOS ENTREVISTADOS E SUAS OPERAÇÕES DE INVESTIMENTOS

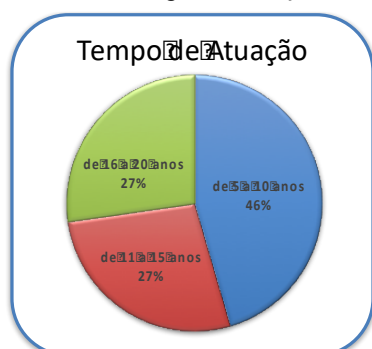
Nesta subseção busca-se fazer uma análise do (1) perfil dos investidores anjos e especialistas que participaram das entrevistas, assim como identificar algumas (2) características das operações realizadas por eles.

6.1.1 Perfil dos entrevistados

Dentre os 11 entrevistados três foram categorizados como especialistas que dão suporte a vários investidores anjo nas fases de pré-investimento, investimento e desinvestimento. Os outros oito entrevistados são investidores anjo que atuam sem intermediação ou suporte de terceiros. Cinco entrevistados, vem de instituições de ciência, tecnologia e inovação (ICTIs), que atuam fortemente com o tema empreendedorismo e são responsáveis por programas de desenvolvimentos de empresas. Outros quatro entrevistados já foram empreendedores e outros dois vieram de bancos de investimentos, nos quais realizavam operações de maior porte.

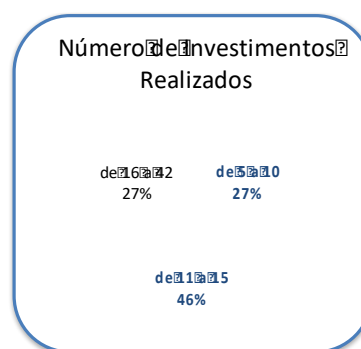
O conjunto dos entrevistados possui um alto grau de experiência tanto em tempo de atuação como em número de investimentos realizados. Em relação ao tempo de atuação todos os entrevistados possuíam mais de 5 anos de experiência sendo: cinco entrevistados entre cinco e dez anos de experiência (46%), três entrevistados entre 11 e 15 anos de experiência (27%) e três entrevistados entre 16 e 20 anos (27%). No que diz respeito ao número de investimentos realizados, todos os investidores ou especialistas atuaram em mais de seis operações, sendo que três realizaram entre 6 a 10 investimentos (27%), cinco realizaram entre 11 e 15 investimentos (46%) e três realizaram entre 16 e 42 investimentos. Aqui cabe um destaque para um especialista que dá suporte a vários investidores na busca de oportunidades alcançando impressionantes 42 operações realizadas.

Gráfico 2 - Tempo de Atuação



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Gráfico 3 – Números de Investimentos Realizados



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Todos os investidores anjo ou especialistas estiveram envolvidos em pelo menos uma negociação de investimento ano nos últimos dois anos.

6.1.2 Características do processo e operações de investimento dos entrevistados

As entrevistas apontaram que dez entrevistados tinham um processo formal e muito bem sistematizado para realizar a seleção de empresas para receber investimentos. Apenas um entrevistado afirmou que o seu era menos sistemático e mais intuitivo. Esta característica ficou muito evidente durante a entrevista.

Os 11 entrevistados, realizaram, ao todo, 172 operações de investimentos, o que demonstra uma base de entrevistados bastante experiente e qualificada para oferecer informações relevantes para proposta desta dissertação.

Todos os entrevistados atuam de forma ativa na condução dos processos relativos ao investimento anjo. Alguns entrevistados relataram que quando é formado um grupo com vários investidores para realizam investimentos anjo em uma empresa, sempre existe um investidor líder que conduz a maior parte do processo, mesmo assim, nenhum deles tem uma atuação passiva sem que realize algum tipo de atividade ou suporte ao empreendedor no momento do desenvolvimento da empresa.

Para realizar o investimento anjo, os entrevistados relataram estimativas de retorno entre 30% e 100% ao ano e o tempo estimado para realizar lucros ou perdas é entre 4 e 5 anos após o investimento.

Sete entrevistados, ou seja, a maioria deles prefere atuar em grupo na hora de selecionar e dar suporte ao desenvolvimento das empresas investidas. Outros quatro afirmaram que atuam sozinhos, pois preferem ter autonomia absoluta para tomar as decisões.

O ticket médio de investimentos realizados pelos entrevistados varia muito, começando em R\$ 40 mil (quarenta mil reais) indo até R\$ 200 mil (duzentos mil reais), em alguns casos. Todos relataram que os repasses dos investimentos são feitos em rodadas e que os valores repassados dependem do plano de atividades que será desenvolvido. Neste caso, fica evidente que os entrevistados de outros países têm um ticket de investimento muito maior – cerca de 100% - dos que os investidores brasileiros.

Ao todo 23 operações de desinvestimento foram realizadas por nove entrevistados. Apenas dois nunca realizaram nenhuma saída e sete entrevistados realizaram saída de sucesso, ou seja, com algum lucro real na operação.

6.2 BLOCO 2 - BUSCA E SELEÇÃO DE OPORTUNIDADES

Os investidores anjo e especialistas entrevistados confirmaram que efetivamente

executam atividades relacionadas à busca e seleção de oportunidades e enfatizaram que esta é uma das etapas mais importantes da fase de pré-investimento. Esta afirmação está baseada na crença de que se esta etapa for bem executada aumentam as chances de se selecionar as melhores propostas e, por sua vez, as melhores propostas são aquelas que demandam menos esforços para serem validadas e apresentam melhores chances de sucesso. Um dos entrevistados é categórico ao afirmar que “Esta etapa representa, subjetivamente, 50% do sucesso da seleção das empresas para investimento pois se a busca não for bem realizada podemos ter apenas projetos medianos para negociar e projeto mediano envolve um esforço muito maior para que dê certo”.

Buscar e selecionar oportunidades, além de ser a primeira etapa, também é aquela na qual todas as demais etapas iniciam, ou seja, é nesta etapa que, de forma ainda primária, acontece uma parte da habilitação do empreendedor, validação do negócio e investimento, com melhoramento da proposta inicial. “Tirando a etapa de fechamento do negócio, todas as demais nascem na busca da oportunidade”.

Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) confirmam que esta etapa é definitivamente o início de todas as outras e, por isso, se bem executada, pode reduzir significativamente o tempo das demais etapas.

Oito investidores anjos mencionaram que antes mesmo da atividade de busca de oportunidades existe a construção do que chamam de “Tese de investimentos”. Esta tese aponta as principalmente características que delimitam as buscas e, com isso, diminuem consideravelmente o número de propostas a serem analisadas e, conseqüentemente, o tempo dispendido para nesta atividade. A tese de investimentos é composta basicamente por:

1. Setor da indústria: Está relacionada ao setor de atuação da empresa. Quanto mais alinhada com a experiência do investidor maior o potencial de geração de valor e por isso maiores as chances de sucesso. “Tenho uma estratégia bastante focada no setor de tecnologia da informação para negócios B2B, nesse setor atuo como investidor líder. Nos demais atuo apenas com coinvestimento. Não posso conduzir um processo de desenvolvimento de empresa que não conheça profundamente”;
2. Estágio de maturação da Oportunidade. Os investidores anjo buscam delimitar o estágio de maturação da empresa que será investida. Muitos preferem empresas no seu estágio inicial outros em empresas que já tenham uma operação mínima. É importante ressaltar que, mesmo variando o estágio de maturação da empresa, a fase de investimento anjo está relacionada

predominantemente às primeiras fases de desenvolvimento e operação de uma empresa;

3. Valor do investimento: Relacionada ao valor de investimentos necessário para o desenvolvimento satisfatório da empresa. Investidores têm capacidade limitada de recursos e, por isso, é fundamental que seu investimento fique dentro do seu limite;
4. Intensidade da dedicação: Este item da tese de investimentos diz respeito ao tempo que o investidor anjo terá que se dedicar ao negócio. Como o investidor anjo pode ter vários investimentos é preciso que tenha um planejamento do tempo a ser dedicado a cada um deles para que o seu desenvolvimento não seja comprometido;
5. Percentual de participação. Muitos investidores anjo buscam uma participação maior no negócio, visando não diluir seu percentual na hipótese de entradas de novos investidores. Por isso, adotam uma tese que limite os percentuais mínimos de participação no negócio;
6. Necessidades de futuras rodadas: Também relacionada ao limite de recursos para investimento, os investidores anjo buscam identificar a necessidade de futuras rodadas para evitar que sua participação seja diluída e, com isso, diminua sua influência na empresa.

A tese de investimentos sempre existe, mesmo que não esteja devidamente formalizada, pois todos os entrevistados mencionaram características que limitam suas buscas. A tese de investimentos tem como principal objetivo fazer um filtro prévio nas propostas que serão analisadas, buscando pontualmente aquelas que melhor se encaixam na estratégia de investimento. Um entrevistado relata que sua tese de investimentos busca empresas que melhor se encaixem no portfólio já existente do investidor anjo e, assim, promover a complementariedade de suas operações e assim promover o crescimento coletivo.

Na etapa do levantamento teórico e da estruturação do modelo de referência teórico desta pesquisa não foi identificada nenhuma informação relacionada à necessidade de construção da tese de investimentos antes de iniciar o processo de busca de oportunidades, porém, em vários momentos os autores mencionam que todas as sete etapas do modelo de referência teórico devem ser desenvolvidas alinhadas a uma estratégia de captação desenvolvida pelo investidor anjo.

Alguns elementos da tese de investimentos somente poderão ser comprovados nas etapas posteriores à busca de oportunidades. Por exemplo, um entrevistado afirmou que na

sua tese prevê investimentos que resultem em participação societária na casa dos 30%, para não reduzir de forma rápida a sua influência na hipótese de entrada de novos investidores. A negociação do percentual de participação acontece apenas na fase de validação do investimento, porém, as condições da tese são colocadas nos primeiros encontros entre empreendedor e investidor.

Um dos entrevistados aponta pontos críticos de se ter uma tese de investimentos: “Para fazer a busca tem que ter uma estratégia flexível. Uma tese fechada muitas vezes deixa o IA míope”. De certa forma, isso aponta que uma tese de investimentos deve ser focada o suficiente para filtrar as propostas que não estejam alinhadas com o interesse do investidor, mas flexível o suficiente para não restringir demasiadamente o seu portfólio de oportunidades.

Com a tese definida inicia-se a primeira etapa da fase de pré-investimento: A busca por oportunidades qualificadas.

A principal fonte utilizada pelos investidores anjo para iniciar as buscas por oportunidades qualificadas é por meio da sua rede de relacionamentos (network). Esta atividade acontece de forma contínua e perene. “A minha rede de relacionamentos indica a maioria das empresas que eu invisto, por isso, é importante ter um network bem qualificado e de confiança”. O network do investidor anjo é considerado por eles o maior diferencial para atuação neste segmento altamente competitivo. Um dos entrevistados enfatiza que “a relação pessoal é um diferencial fundamental para atuação do investidor anjo no mercado” e que, muitas vezes, alguns membros deste network atuam como verdadeiros *scouters*, nome dado em analogia aos caçadores de talentos no segmento da moda e do futebol. Os *scouters* buscam ativamente oportunidades diferenciadas e de alto potencial de sucesso para levar aos investidores e, para isso, são recompensados das mais variadas formas. O Network do investidor anjo é informalmente dividido por categorias que apresentem diversas características. Alguns investidores têm pessoas do seu network mais especializadas em identificar novas oportunidades, outras pessoas que são acessadas para fornecer conhecimentos específicos sobre determinado negócio, até mesmo pessoas que se caracterizam como potenciais clientes que são acessados tanto para validar o negócio quanto para se tornar um cliente real. Alguns investidores anjos citaram os próprios empreendedores como uma excelente fonte de indicação de oportunidades: “Recebo muitas indicações de outros empreendedores que já fez algum tipo de interação ou ajudou na mentoria, é uma espécie de recompensa pela dedicação”. Teybee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994), Paul, Whittam e Wyper (2007) e Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) relatam que o network do investidor anjo é um dos principais meios para buscar boas oportunidades de investimento,

sendo que Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011) enfatiza fortemente que o investidor anjo deve acessar seu network para receber informações confiáveis e, assim, reduzir significativamente seu tempo (inclusive custos) de análise de propostas.

Além do network do investidor anjo, a universidade e centros tecnológicos foram citados por sete entrevistados. São nestes ambientes que os investidores anjo buscam oportunidades geralmente na fase de ideia ou materializada em um protótipo. Esta busca acontece por meio da sua participação em eventos, palestras, bancas de pesquisa e até mesmo com o mapeamento de recursos de pesquisa e desenvolvimento que entram no ambiente acadêmico. Dois entrevistados apontaram a universidade como a melhor fonte de projetos para investimento, mesmo que ainda estejam em uma etapa embrionária de desenvolvimento. “Aqui tem muita oportunidade reunida em um único lugar. É mais barato procurar e gerenciar as *startups* em um único lugar”.

Internet e redes sociais foram a terceira fonte mais citada pelos entrevistados. É por meio de anúncios ou outras formas de marketing digital, que os investidores anjo atraem empreendedores para seu ambiente no ciberespaço, ali ele preenche um formulário básico contendo as primeiras informações que servem como um filtro preliminar. Um dos entrevistados utiliza somente as redes sociais para buscar oportunidades. “Não utiliza outro canal para buscar investimentos. Fazemos busca induzida, ou seja, abordagens e posts para atrair potenciais empreendedores com as características relacionadas a nossa tese de investimentos, somente as redes sociais nos permitem esse tipo de estratificação”. Um dos entrevistados relatou que utiliza a estratégia de lançar chamamentos nas redes sociais de tempos em tempos: “[...] o chamamento é um momento em euforia para os empreendedores encaminharem as propostas. Um processo contínuo sempre aberto perde esta euforia”.

Os entrevistados também citaram os programas de empreendedorismo como fontes de oportunidades qualificadas. Esta fonte apresenta pelo menos uma vantagem perante as outras: os empreendedores já passaram por um primeiro processo prévio de qualificação e isso facilita a atividade de melhoria da proposta, além disso, muitos desses programas realizam subvenções nas empresas o que resulta em oportunidades mais maduras e desenvolvidas. Por outro lado, um dos entrevistados foi enfático em afirmar que os programas de empreendedorismo “podem fabricar o que chamamos de empreendedores de palco”, ou seja, aqueles especialistas em fazer apresentações, porém, com pouco potencial para desenvolver o negócio.

Redes de investidores formais e informais, quando empreendedores apresentam seus *pitches* para uma banca de empreendedores buscando investimentos. Nas entrevistas pode-se

perceber uma certa dualidade em relação à percepção dos investidores anjo: alguns apontam esta fonte apresenta a desvantagem da acirrada competição entre os investidores anjos pelas oportunidades mais promissoras e outros apontam que é por meio das redes que as melhores oportunidades chegam por sugestão de outros Investidores Anjo que atuam há mais tempo no mercado. “[...] nas redes existe uma grande tendência de realização de coinvestimento”.

Alguns entrevistados mencionam que as oportunidades chegam sem que necessariamente exista uma atividade relacionada à busca. “Quanto maior o tempo de atuação do investidor anjo maiores as chances de ser conhecido e, por isso, as oportunidades chegam de forma espontânea”.

Um dos entrevistados levantou um ponto importante: o investidor ter que ter uma marca reconhecida e desejada, isso de certa forma funciona como um grande atrator de propostas qualificadas. Segundo o entrevistado, “o investidor anjo deve ter uma marca forte e com isso estar posicionado na mente dos empreendedores para ser procurado logo no primeiro momento. Marca reflete reputação, desejo e confiança”.

Um entrevistado apontou que também busca criar oportunidades em complemento, além de buscar as que já existem. Ele relata pelo menos dois casos nos quais empresas que já tinham recebido investimento precisavam solucionar um determinado problema, após uma procura no ecossistema de empreendedorismo local sem identificar quem pudesse solucionar o problema, foi criada uma outra empresa para trabalhar especificamente a solução. “No ecossistema de empreendedorismo e inovação de algumas regiões existem muitos empreendedores extraordinários sem uma boa ideia na cabeça, nós vamos lá e damos a ideia e o caminho para ele trilhar”.

Os documentos identificados por meio das entrevistas para dar suporte nesta etapa são os formulários para serem preenchidos pelos empreendedores, com informações básicas sobre a oportunidade e, principalmente, com informações e histórico dos empreendedores à frente da empresa. Todos os entrevistados afirmam que um pedaço de papel não possibilita que uma análise criteriosa seja feita. “O negócio pode ser muito bom, mas existe o risco de não estar traduzido a partir do papel”. Após a análise desses formulários contendo o conceito da solução, estratégia de crescimento e diferencial e de comprovar que estão alinhados com a tese de investimentos e que têm potencial de crescimento, os investidores anjo apontam que é fundamental ter um primeiro contato com o empreendedor para que ele possa “vender” a ideia.

Entretanto, os entrevistados consideram esta atividade como sendo altamente subjetiva, pois, neste momento, as informações analisadas são superficiais e, por isso, os

investidores se baseiam muito no seu sentimento (*feeling*) ou na percepção de terceiros, corroborando o que foi trazido pelos autores pesquisados para a construção do modelo de referência teórico. É fundamental ressaltar que esta etapa de originação é fortemente impactada por percepções de terceiros e um grau de subjetividade bem maior do que nas demais etapas, conforme afirmam Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011).

6.3 BLOCO 3 - HABILITAÇÃO DO EMPREENDEDOR E EQUIPE

Uma vez que a oportunidade foi reconhecida os investidores anjo partem imediatamente para etapa de habilitação do empreendedor e equipe. É geralmente nesta etapa que acontece a primeira interação entre ambos. Sete entrevistados apontaram que a etapa de habilitação é a mais crítica da fase de pré-investimento e que a atividade de conhecer os empreendedores merece a maior atenção. Nesta etapa, o negócio fica em segundo plano. “Na seleção de investimentos, o empreendedor é o foco. Não é possível mudar o empreendedor, mas sua ideia pode ser ajustada e adequada”. Esta percepção dos entrevistados é encontrada nas afirmações de Paul, Whittam e Wyper (2007) quando afirmam que “[...] devido ao considerável tempo de futuro convívio entre investidor anjo e empreendedor é natural que as características de sociabilidade tenham grande peso na avaliação”. Em resumo: não é possível investir em empreendedores que não tenham empatia e sinergia com o jeito de pensar e agir do investidor anjo.

Muitas vezes, a habilitação do empreendedor inicia com um levantamento prévio de informações a seu respeito. “É possível obter informações sobre os empreendedores por meio do network do investidor, principalmente em ecossistemas de empreendedorismo de regiões de menor porte”. Com as informações preliminares em mãos, o investidor parte para a primeira interação com o empreendedor quando acontece prioritariamente conversas livres sobre seu histórico e principais características. Seis entrevistados afirmaram que preferem utilizar o *pitch* de apresentação como primeira atividade para melhor conhecer o empreendedor, sua equipe e o negócio. Um entrevistado relatou que obteve resultados excelentes utilizando uma dinâmica de trabalho chamada de *DemoDay*, na qual o empreendedor é colocado em uma simulação muito próxima da realidade, utilizando teoria dos jogos, para defender suas ideias e efetuar uma venda. “O *DemoDay* exige todas as habilidades do empreendedor pois busca utilizar o fator surpresa das situações reais que ele irá deparar no desenvolvimento do seu negócio. Após o *DemoDay* é muito difícil do empreendedor esconder detalhes de seu comportamento”. Outro entrevistado relatou que, para

habilitar o empreendedor, utiliza técnicas para testar sua persistência. “Em todos os momentos tentamos fazer o empreendedor desistir. Aqueles que têm resiliência e continuam no processo ganham credibilidade”. A última técnica identificada nas entrevistas que ajudam a habilitar o empreendedor e equipe é definindo pequenas atividades que tenham certa complexidade e deixando o empreendedor solucionar e/ou evoluir sozinho. O entrevistado acredita que a melhor maneira de habilitar o empreendedor é vendo os resultados que ele gera.

Uma das principais características que o investidor anjo busca em um empreendedor é sua capacidade e comprometimento para efetivamente realizar o desenvolvimento da empresa. “Ideias não andam sozinhas, tem que ter um bom empreendedor para fazer com que elas tenham sucesso. Para nosso grupo de investidores é fundamental que o tenha feito investimentos prévio - Quem não investe seu suor e dinheiro antes não merece um investidor”. Outra característica importante são os valores éticos e morais do empreendedor que deve estar alinhado aos do investidor.

Os entrevistados também ressaltaram que esta etapa tem um grau elevado de subjetividade e pode influenciar a decisão, conforme relato a seguir: “[...] esta é a etapa mais arriscada do processo de investimento anjo pois, muitas vezes, o investidor se identifica com o empreendedor e acaba ficando míope sobre o verdadeiro potencial da oportunidade”. Quatro entrevistados afirmaram utilizar psicólogos nesta etapa, visando obter um diagnóstico mais preciso sobre o perfil e características dos empreendedores. Os psicólogos podem identificar desvios de personalidade e de conduta muito comuns em empreendedores e, com isso, advertir o investidor. Outros cinco afirmaram que não utilizam psicólogos, mas entendem que deveriam utilizar. Um entrevistado declarou que utiliza planilhas que atribuem pontuações para determinadas características do empreendedor e, com isso, obtém uma nota final que serve para classificar os candidatos a receberem investimentos. Este mesmo entrevistado admite que “neste estágio é muito difícil fazer um ranking pois não é fácil dar pontuação para critérios tão subjetivos e, muitas vezes, em um segundo ou terceiro encontro as percepções podem mudar radicalmente”.

A etapa de habilitação deve ser aplicada tanto para o empreendedor líder quanto para os demais empreendedores envolvidos no negócio e até mesmo a equipe engajada nas atividades operacionais da empresa neste primeiro momento, se for o caso. “Pode haver um líder, porém, sempre existem outros para complementar competências. Empreendedor sozinho não é bom sinal”. Um dos entrevistados é enfático na argumentação de que se houver dois líderes com poderes iguais na empresa pode vir a ser problemático. Os demais membros da equipe têm que entender o seu lugar na sociedade. Esta argumentação é seguida por outros

três entrevistados que alertaram que um dos principais riscos para uma empresa nascente é a disputa e briga entre os sócios.

As entrevistas mostraram opiniões divergentes a respeito da etapa de habilitação dos empreendedores ser feita a partir do empreendedor individual ou de uma equipe previamente estruturada. Um dos entrevistados defende que o empreendedor deve chegar com a sua equipe já definida, caso contrário não terá continuidade na fase de pré-investimento. Seu argumento está alicerçado na crença de que existe muita complexidade para que o investidor anjo indique os demais membros da equipe já que “[...] é muito difícil construir uma relação através de simples indicações. A relação entre os empreendedores devem ter uma base de confiança prévia e estar bem resolvida, caso contrário o risco aumenta consideravelmente”. Por outro lado, um entrevistado afirma que indica pessoas para formar a equipe que conduzirá a empresa investida, ressaltando que apesar de existir um risco associado muitas vezes está é a única saída para se ter uma equipe de qualidade. De certa forma, reconhece também ser fundamental separar as relações pessoais das profissionais e isso, muitas vezes, é uma grande dificuldade em algumas culturas de países latinos.

Todos os entrevistados afirmaram que a etapa de habilitação do empreendedor acontece paralelamente a todas as demais etapas. “[...] o empreendedor está sempre na etapa de habilitação, muitas vezes mesmo após o investimento ter acontecido”. Além disso, esta etapa não é de curta duração, “o processo deve levar o tempo necessário para realmente conhecer os empreendedores”. Alguns entrevistados relatam que não é possível conhecer o empreendedor em menos de cinco meses de convivência.

Uma vez conhecendo o empreendedor, existindo empatia com o investidor, o processo avança para a próxima etapa de validação do negócio quando se inicia uma intensa etapa de reuniões para entender melhor o negócio alvo do investimento anjo.

6.4 BLOCO 4 - VALIDAÇÃO DO NEGÓCIO

Nesta etapa, o investidor anjo busca validar se o negócio apresentado pelo empreendedor realmente tem potencial de crescimento que garanta o retorno do seu investimento. Chamou a atenção a afirmação de todos os entrevistados de que a etapa de validação do negócio acontece em paralelo à habilitação do empreendedor e à validação do investimento. As argumentações eram expostas a partir da crença de que não é possível habilitar o empreendedor sem entender e validar o negócio e, como consequência, também não é possível validar o negócio sem validar o investimento. “As etapas de habilitação do

empreendedor, validação do negócio e validação do investimento, apesar de serem distintas, acontecem paralelamente”. Isso confirma a proposta de Paul, Whittam e Wyper (2007), quando propõem que as etapas do investimento anjo são interativas e não podem ser vistas como separadas.

A validação do negócio começa efetivamente com a análise dos documentos entregues pelo empreendedor. Estes documentos contêm informações diversas sobre tecnologia, mercado e potencial inovador, dentre outras. Inicialmente o investidor anjo conta com sua experiência previa para fazer uma análise preliminar e descartar aquelas propostas que não sejam do seu interesse. Os entrevistados relataram diferentes formas e critérios para se validar o negócio. “Não tenho um modelo fechado para fazer análise, mas o foco é acesso ao mercado. Se tiver uma boa estratégia de acesso ao mercado o restante pode ser ajustado. Tecnologia é o que menos importa”. Nesta etapa, os números relacionados ao crescimento também são secundários para a análise do investidor anjo. Isso pode ser confirmado pelas recorrências observadas nas entrevistas da afirmação que o que mais chama atenção do investidor anjo é a estratégia de crescimento, os números associados ao crescimento são bastante subjetivos e, por isso, têm menor importância do que a estratégia apresentada.

Apesar de estudos setoriais e acadêmicos serem mencionados como fonte de informação utilizada para validar o negócio para futuro investimento, muitos dos entrevistados argumentam que tais estudos já chegam ao mercado com uma certa defasagem e, muitas vezes, com uma visão tão generalista que pouco ajuda no processo.

A etapa de validação do negócio é quando o investidor anjo mais acessa o seu network, seja ele para interagir com especialistas, visando validar algumas premissas de negócios e questões que envolvem tecnologias mais complexas ou para realizar abordagens aos potenciais clientes para validar a proposta de solução e mercado. “Quem de fato valida o negócio é o cliente e não o investidor, por isso, interagir com clientes durante a fase de pré-investimento pode ter maiores chances de sucesso”. Outros entrevistados enfatizam que a avaliação do negócio é realizada por várias pessoas do network do investidor anjo, visando contemplar diferentes pontos de vistas, além disso, a realização de investimento em grupos ou sindicatos amplia consideravelmente o network que poderá ser acessado para ajudar no desenvolvimento do negócio.

Parece ser uma tendência a validação o negócio por meio da aplicação de ferramentas mais interativas e colaborativas como, por exemplo, *pitch* e oficinas para apresentar e receber feedback de especialistas e potenciais clientes, todos altamente qualificados, sobre a solução apresentada. Muitas vezes, estas ferramentas são utilizadas para fazer testes de usabilidade

das soluções já materializadas e seus resultados, além de validar o negócio também são utilizados para fazer importantes adequações que tenham sido identificadas para o produto.

Três entrevistados declararam que efetivamente desenvolvem uma atividade de *due diligence* nesta etapa enquanto outros quatro afirmam que acontece durante a próxima etapa focada na validação do investimento. Os defensores de uma *due diligence*, neste momento, argumentam que é necessário verificar *in loco* questões relacionadas ao produto e a infraestrutura da empresa e que as questões fiscais e contábeis podem ser feitas mais à frente no processo. Desta mesma forma, os entrevistados se dividiram na afirmação de que é nesta etapa que começa a ser esboçado o que chamam de *term sheets*, documento elaborado em conjunto pelo investidor e empreendedor contendo metas, cronogramas e valores que esboçam os documentos finais para assinatura. Além disso, um dos entrevistados considera pouco provável conhecer e validar o negócio sem fazer questionamentos que levem ao melhoramento da proposta de negócio na empresa. Estas três situações podem ser uma evidência de que as atividades de validação do negócio e validação do investimento e de melhoria da proposta de negócio são desenvolvidas de forma paralela e os investidores a associam a uma determinada etapa de acordo com seu modelo mental.

Por fim, os entrevistados reafirmaram que esta também é uma etapa que envolve um certo grau de subjetividade, mas não consideram que uma visão subjetiva do negócio pode atrapalhar na evolução das tratativas de investimento. “Não vejo problema para subjetividade ou percepções, o problema é não entender do assunto e achar que entende”. Para reduzir a subjetividade desta etapa os entrevistados argumentam que o processo precisa estar bem estruturado: “a subjetividade deve estar exclusivamente nos critérios de análise e não no processo de pré-investimento”. O processo deve ter um fluxo definido e não deve ser acelerado para se concluir rapidamente uma negociação, em média, segundo um entrevistado, dura de quatro a cinco meses.

De forma geral, esta etapa é finalizada de forma *top down* quando o investidor chega a uma conclusão de que o negócio é válido ou não, se o negócio está apto a avançar no processo de captação de investimento. Um dos entrevistados afirma categoricamente que “[...] quando um negócio é ruim, devemos desistir imediatamente. O Brasileiro tem que parar de bater palma para empreendedor com proposta ruim. Isso faz parte da nossa cultura”.

6.5 BLOCO 5 - VALIDAÇÃO DO INVESTIMENTO

De certa forma, validar o investimento é o objetivo de toda a fase do pré-investimento

e não apenas da etapa de validação do investimento. Um entrevistado resumiu esta etapa com a seguinte observação: “Esta é a atividade fim da fase de pré-investimento. Todas as outras são atividades meio”. Esta etapa envolve análises e construções de modelos numéricos que serão utilizados no futuro para mensurar a evolução da empresa. Por isso, demanda muita negociação entre o investidor e o empreendedor: seu resultado é a construção de uma visão compartilhada e convergente do investimento e dos resultados que o recurso pode gerar no futuro da empresa. Porém, para alcançar os objetivos, uma série de pré-requisitos devem ser consolidados como, por exemplo, o *valuation* da empresa, o valor do investimento, a participação societária do investidor e os vários outros itens inerentes da negociação para realização do investimento.

Segundo os entrevistados, a atividade que mais demanda esforço nesta etapa é a construção do *valuation* da empresa que serve como base para determinar os percentuais de participação de todos os envolvidos. O *valuation* é uma atividade complexa pois, além da subjetividade para se determinar o valor de uma empresa em um estágio embrionário, envolve, muitas vezes, uma visão apaixonada pelo negócio que pode causar divergências entre o empreendedor e o investidor anjo. Um entrevistado afirmou que utiliza padrões de mercado ao invés do tradicional fluxo de caixa para determinar o *valuation*. “Prefiro padronizar que uma empresa neste estágio vale em média R\$ 2 milhões e qualquer fluxo de caixa neste momento é pura estimativa subjetiva”. Para reduzir o potencial de conflito resultante de visões distintas do empreendedor e investidor sobre *valuation*, três entrevistados relataram que utilizam cláusulas de performance em seus contratos. Está cláusula prevê os dois potenciais cenários de performance a partir destes cenários define o *valuation* e as regras associadas. “Se o Empreendedor alcançar determinadas metas, a negociação fica conforme ele propôs, se as metas não forem alcançadas, a negociação fica conforme proposta do investidor anjo”. Ao final do *valuation* é possível construir o que os entrevistados chamaram de *Captable*, que nada mais é do que tabela de capitais com as participações societárias de todos os empreendedores e investidores. As informações constantes nesta tabela são derivadas das negociações do *valuation* da empresa e sua relação aos valores a serem repassados pelos investidores.

Ficou evidente nas entrevistas que o valor do investimento é um dos itens menos discutidos nesta etapa. Muitos investidores buscam dividir o seu investimento em *rounds* ou parcelas para poder analisar o processo de desenvolvimento antes de realizar novos repasses. “[...] o que está em jogo aqui não é o valor do investimento e sim o resultado dele”. Além disso, aparecem evidências nas entrevistas de que é nesta fase quando mais acontece o

chamamento de outros potenciais investidores para realizar coinvestimento. Alguns entrevistados acreditam que realizar investimentos anjo sozinho é arriscado, cansativo e financeiramente pesado: “Arriscado porque um único investidor anjo pode não ter todas as competências para ajudar as empresas a se desenvolverem. Trabalhoso, pois é muito difícil um investidor anjo dar atenção intensa para mais do que cinco empresas na etapa de investimento. Financeiramente pesado, pois geralmente as empresas neste estágio necessitam de investimentos consideráveis e isso pode se tornar inviável para um único investidor anjo”.

A maioria dos entrevistados relata que na etapa de validação do investimento acontece a atividade de *due diligence*, ou seja, uma espécie de auditoria para comprovar informações sobre as temáticas legal, fiscal e contábil. Conforme relatado na seção anterior, a atividade de *due diligence* também é desenvolvida na etapa de validação do negócio, porém, com o foco em questões relacionadas ao produto e infraestrutura da empresa.

Alguns dos entrevistados mencionaram que nesta etapa acontece a estruturação prévia da governança da empresa, prevendo as principais regras de conduta dos envolvidos, como a empresa será gerida, o relacionamento entre os sócios e deles com o investidor anjo, dentre outras regras que impactam no desenvolvimento da empresa. Muitas vezes, as regras de governança trazem uma criticidade extra: convencer o empreendedor de que ele deve ouvir um terceiro, neste caso o investidor anjo, para melhor conduzir o seu negócio. “O empreendedor tem que abrir mão do controle absoluto da empresa, o que muitas vezes, tem uma barreira emocional”. Em algumas entrevistas aparece que nesta estrutura da governança está previsto os chamados Key Performance Indicators (KPIs) – na tradução livre para o português: Indicadores-chave de performance – que são as métricas eleitas como essenciais para serem acompanhadas e avaliadas no processo de desenvolvimento da empresa. Dentre os principais KPIs estão os indicadores de faturamento, número de clientes, custos, produção, qualidade, mercados, etc. Todos esses indicadores são bastante dinâmicos e podem mudar muito de uma fase para outra. De fato, fica evidente que a definição dos KPIs nesta etapa de validação do investimento está intrinsicamente ligada à etapa de melhoria na proposta, quando ajustes são feitos para se contemplar as visões do empreendedor e investidor anjo no futuro desenvolvimento da empresa.

Todas estas informações são consolidadas em um documento chamado de *term sheets* utilizado para embasar a etapa de fechamento das negociações. O *term sheets* contém os principais objetivos, metas, cronogramas, e outras informações que serão utilizados para mensurar a performance futura da aplicação dos recursos investidos. Além disso, o *term sheets* já traz o esboço dos principais compromissos do empreendedor e investidor em relação

a sociedade. De certa forma, o *term sheets* integra a subjetividade do *valuation* com um processo sistemático e pragmático de aplicação dos investimentos. Um entrevistado reforça esta percepção: “É simples definir um plano de investimentos e onde temos que chegar com os recursos investidos”.

As entrevistas evidenciam que o alinhamento entre setor de atuação da empresa com a experiência previa do investidor anjo é fundamental para a tomada de decisão para o investimento. “Se eu entendo do setor eu poderei ajudar no desenvolvimento do negócio, se não entendo fica muito arriscado depender totalmente do conhecimento de terceiros”. Muitos investidores anjos simplesmente desistem de realizar o investimento se perceberem que não conseguem gerar valor para o desenvolvimento da empresa. Alguns entrevistados chegam a afirmar que recursos financeiros são considerados *commodities* para os empreendedores e que o que realmente diferencia um investidor do outro é a capacidade de geração de valor, além desses recursos financeiros.

Ainda é na fase de validação do investimento que acontece a tomada de decisão sobre realizar ou não o investimento. Esta tomada de decisão é escalonada permeando todas as etapas da fase de pré-investimento, “[...] não existe uma tomada de decisão em um único momento, porém sua consolidação acontece nesta etapa de validação do investimento” relata um entrevistado em resposta à pergunta de quando acontece a tomada de decisão para realizar o investimento.

Ao final da etapa de validação do investimento se tem os requisitos para efetivamente elaborar os instrumentos jurídicos e legais para consolidar o investimento.

6.6 BLOCO 6 - MELHORIA DO PLANO DE NEGÓCIOS

A etapa de melhoria no plano de negócios tem por objetivo estruturar um plano integrado que consolide uma visão comum do empreendedor e seu investidor anjo sobre o futuro da empresa. O resultado dessa visão comum e compartilhada será basicamente a união dos esforços, visando atingir metas com maior rapidez e evitar conflitos derivados por potenciais visões antagônicas de como o negócio deve ser conduzido. Um entrevistado mencionou que “o mais importante aqui é que se chegue a um modelo de negócios onde todos dão as mãos para materializar. Divergências no modelo de negócio podem causar sérios conflitos entre os sócios ou com o investidor anjo”.

O modelo teórico aponta a etapa de melhoria do plano de negócios da empresa como uma atividade após uma tomada de decisão positiva na direção da realização do investimento.

Uma das argumentações dos pesquisadores é que o investidor anjo apenas investirá de forma intensa seu tempo, depois que confirmar que o investimento realmente irá acontecer. Porém, isso não se confirmou na prática, pois todos os entrevistados ressaltaram que essa é uma etapa que acontece de forma natural desde o início de todo o processo quando se discute o negócio e o investimento. “Não acho que tenha uma etapa específica para melhorar o plano de negócios da empresa pois os investidores anjo apontam caminhos e possibilidades, muitas vezes não percebida pelo empreendedor, porém, é certo que após o investimento o investidor anjo bota mais a mão na massa”.

Vários entrevistados relataram que é muito comum o investidor anjo investir seu tempo, e, às vezes, um pequeno recurso financeiro para ajudar o empreendedor a melhorar o seu plano de negócios. Também existem relatos de alguns casos em que, mesmo após o melhoramento do plano de negócios, acontece a desistência de realizar o investimento. “Neste caso o investidor fez seu papel, pois ajudar o empreendedor está no seu DNA”.

Os depoimentos revelam que a melhoria do plano de negócios acontece em todos os momentos, desde a primeira interação entre o empreendedor e o investidor anjo. Duas formas são as mais mencionadas pelos entrevistados: (1) o próprio investidor anjo ajudando o empreendedor a melhorar a sua proposta de negócios e (2) acessando o network do investidor anjo para que especialistas ajudem que o plano evolua. Um entrevistado mencionou que estruturou um kit de serviços (toolbox) para melhoramento do plano de negócios antes de realizar o investimento. Este kit é formado por um conjunto de serviços que geram valor para a empresa como marketing, design, assessoria de imprensa, dentre outros. Estes serviços são disponibilizados ainda na etapa de melhoramento do plano de negócios, mas têm maior intensidade a partir da fase de investimento.

Segundo um entrevistado, esta etapa representa 30% do tempo do investidor anjo, é nesta etapa que ele percebe se o empreendedor é flexível, realizador e criativo. Esta dedicação intensa também aparece em outras entrevistas com um viés mais crítico em relação ao perfil do empreendedor brasileiro: “O investidor anjo tem que se dedicar intensamente nesta etapa, pois o empreendedor brasileiro ainda tem pouca maturidade para conduzir um plano de grande complexidade”. Mesmo tendo ajuda do investidor anjo para melhorar o plano de negócios, o empreendedor é sempre o responsável pelo seu melhoramento. Nesta fase os investidores analisam intensamente a capacidade de o empreendedor caminhar sozinho. Fica claro que as atividades relacionadas à etapa de habilitação do empreendedor estão em contínuo desenvolvimento.

Seis entrevistados relataram que nesta etapa é mais importante desenvolver um plano

conjunto para os dois primeiros meses da empresa após o investimento do que investir muito tempo em melhoria em um plano de negócios de longo prazo. Na justificativa, o entrevistado entende que um plano do negócio é um documento muito caro para ser desenvolvido e, com toda a certeza, será modificado no decorrer da evolução da empresa, por isso, defende que um plano mais enxuto deva ser elaborado mirando um horizonte de 30 ou 60 dias.

Com as melhorias no plano de negócios ou até mesmo a construção de um plano reduzido para ser executado no primeiro momento da fase do investimento, os empreendedores, junto com o seu investidor anjo estão aptos a avançar para a etapa final da fase de pré-investimento que diz respeito ao fechamento das negociações e assinatura de todos os documentos jurídicos que regerão a relação de todos.

6.7 BLOCO 7 - FECHAMENTO DAS NEGOCIAÇÕES

Na etapa do fechamento das negociações acontece a elaboração e/ou revisão dos instrumentos jurídicos que consolidam o investimento anjo que, na sequência, serão assinados por todos os envolvidos no processo.

Esta etapa é percebida de forma diferente pelos investidores anjo. Quatro observaram que a etapa de fechamento das negociações não existe, ou pelo menos, está incorporada na fase anterior de validação do investimento, pois a tomada de decisão acontece naquele momento. Outros três entrevistados argumentam que esta etapa existe, porém, é a mais simples e de caráter prioritariamente operacional, pois geralmente todos os documentos são disponibilizados desde o início e, por isso, esta etapa nada mais é do que uma revisão e assinatura de tudo o que foi construído anteriormente. “É uma etapa na qual os advogados ajustam e revisam os instrumentos jurídicos, a partir dos documentos gerados em toda a fase de pré-investimento”. Por fim, outros dois entrevistados entendem esta atividade como muito importante, pois o investimento anjo é o primeiro dos investimentos a acontecer no ciclo de vida de uma empresa e, por isso, o empreendedor tem nesta etapa uma importante oportunidade de aprender sobre estruturação de questões jurídicas que viabilizam o investimento.

Um entrevistado fez questão de reforçar que nesta etapa é importante que dois advogados trabalhem na elaboração dos documentos legais: um por parte do empreendedor e outro por parte do investidor. No seu argumento está a justificativa de que o empreendedor e o investidor anjo não podem colocar em risco todo um processo árduo de negociação do negócio, a partir de uma divergência meramente jurídica.

Entretanto, todos os entrevistados reforçam que as atividades que compõem a etapa de fechamento do negócio devem ser comemoradas pelo empreendedor e investidor, afinal, é um momento de grande importância para ambos e consolida um longo processo de negociação.

6.8 BLOCO 8 - INTERAÇÃO COM O NETWORK

A etapa de interação do network apresenta certa unanimidade entre os entrevistados que afirmam que ela é executada continuamente desde o início de toda a fase de pré-investimento. Esta unanimidade corrobora a afirmação de Paul, Whittam e Wyper (2011), que traz pela primeira vez a atividade de interação com o network como uma etapa com atividade contínua e intensa de interações com o network do investidor para ser efetivada desde a procura de oportunidades até a obtenção de conhecimentos importantes para a melhorar e/ou validar a proposta. Outros modelos como Teybee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994) apontam a interação com o network do investidor apenas em atividades de busca de oportunidades.

Quanto mais complexo é o negócio/solução apresentado pelo empreendedor, mais acessado será o network e, por isso, a especialização das pessoas que compõem este network é fundamental para produzir os resultados desejáveis. Muitos investidores anjo optam por chamar outros para realizar coinvestimento buscando mais uma ampliação das competências do que seus recursos financeiros.

Na etapa de busca de oportunidades, o acesso ao network do investidor anjo gera um rol de oportunidades previamente qualificadas, um entrevistado aponta que “receber uma recomendação de um especialista de confiança é muito diferente de receber um palpite de um conhecido”. Utilizar o network pode reduzir consideravelmente o tempo e dinheiro para identificar boas oportunidades.

Na etapa de habilitação do empreendedor o grande objetivo de se acessar o network é obter informações e histórico do empreendedor. Os entrevistados relataram que é importante entender sobre o passado profissional e pessoal do empreendedor e, muitas vezes, esse tipo de informação somente é obtida por meio do acesso ao network.

Na etapa de validação do negócio busca-se primeiramente obter informações e complementar *gaps* de conhecimento sobre o negócio. Além disso, muitos investidores também acessam o network na etapa de validação do negócio para identificar potenciais clientes e, assim, fazer as primeiras abordagens para comprovar se o negócio tem viabilidade.

Na etapa de validação do investimento, o investidor anjo acessa o network

principalmente para validar e confrontar informações recebidas do empreendedor e para identificar outros potenciais investidores anjo capazes de complementar conhecimentos e/ou para realizar coinvestimento para ampliar a quantidade de recursos financeiros. Segundo um entrevistado “[...] a pivotagem do negócio começa nesta etapa, pois os empreendedores são colocados na frente de clientes verdadeiros que atestam ou reprovam sua validade”.

Na etapa de melhoria o network é acessado para auxiliar na construção de um plano de negócios consistente e de qualidade. Acessar um network de qualidade pode reduzir significativamente o custo de melhoramento dos planos de desenvolvimento da empresa, além de reforçar a validação do negócio.

Na etapa de fechamento do negócio, o acesso ao network reduz consideravelmente, apenas um entrevistado relatou que efetivamente buscam na sua rede de relacionamentos empreendedores mais experientes para promover um momento de capacitação dos novos empreendedores sobre questões jurídicas e legais.

As maiores intensidades de utilização do network são nas etapas de busca de oportunidade, habilitação do empreendedor e melhorias do plano de negócios. As entrevistas deixaram evidente que a etapa de acesso ao network do investidor anjo é considerada pelos entrevistados como o “coração” da atividade de investimento anjo, seja para receber as melhores oportunidades, para validar um negócio ou melhorar o plano de negócios. O network tem que ser altamente especializado e de muita confiança.

7 PROPOSTA DO *FRAMEWORK* METODOLÓGICO

O *framework* metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realizar investimentos que será apresentado nesta seção é resultante do levantamento da literatura sobre o assunto, a vivência deste pesquisador na área de empreendedorismo inovador e as informações geradas pelas entrevistas realizadas com investidores anjo e especialistas que atuam ativamente neste segmento. O *Framework* metodológico será apresentado em dois níveis: o primeiro com o detalhamento das etapas que compõem a fase de pré-investimento e o segundo com as atividades-chave para cumprir cada uma das etapas e, assim, possibilitar que os investidores anjo tenham uma ferramenta para sua aplicação no momento que estão selecionando empresas para fazer investimentos.

As etapas do *framework* metodológico proposto são:

- 1) Definição da Tese de Investimentos;
- 2) Busca e Seleção de Oportunidades;
- 3) Habilitação do Empreendedor e Equipe;
- 4) Validação do Negócio;
- 5) Validação do Investimento;
- 6) Melhoria no Plano de Negócios;
- 7) Acesso ao Network do Investidor Anjo;
- 8) Fechamento das Negociações.

7.1 ETAPA 1 - DEFINIÇÃO DA TESE DE INVESTIMENTOS

A tese de investimentos aponta os principais critérios de delimitam a busca de oportunidades. Ela é importante, pois os investidores anjo tendem a realizar investimentos em um conjunto mais homogêneo e complementar de empresas, potencializando o seu portfólio de investimentos para que desenvolva em conjunto, por meio da interação entre os negócios.

Pela vivência deste pesquisador, é comum encontrar investidores que buscam oportunidades sinérgicas à experiência adquirida durante a vida profissional em um setor econômico específico, porém, a tese de investimentos deve incorporar outros critérios que levam em consideração os valores, prazos, dedicações, estágios de evolução, portfólio, etc.

Como proposta, a tese de investimentos deve envolver minimamente definições como:

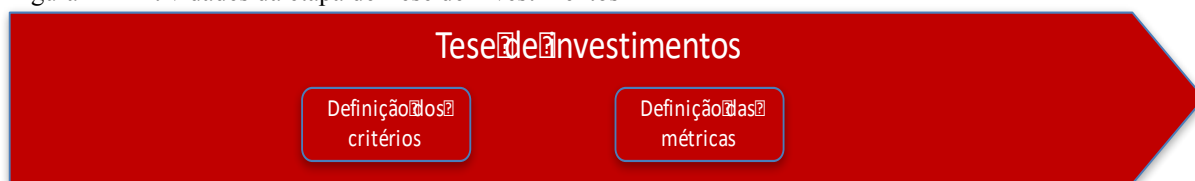
- (1) o setor da indústria no qual a empresa atua, (2) estágio de maturidade da oportunidade/empresa, (3) valor do investimento a ser realizado, (4) intensidade de dedicação

do investidor anjo, (5) percentual de participação do investidor anjo, (6) necessidade de futuras rodadas e (7) sinergia e complementariedade com o portfólio existente do investidor anjo.

A tese de investimentos deve ser aberta e flexível pois, se muito restrita, pode retirar do radar do investidor anjo uma série de boas oportunidades.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de construção da tese de investimentos são apresentadas na Figura 14.

Figura 14 - Atividades da etapa de Tese de investimentos



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 16 descreve as atividades da construção da tese de investimentos.

Quadro 16 - Descrição das atividades da etapa de Tese de investimentos

N.º	Atividade	Descrição
1	Definição de Critérios	Definir os principais critérios para balizar o processo de busca de oportunidades. Estes critérios deverão ser comunicados ao network e empreendedores, buscando limitar o número de propostas não alinhadas com a tese de investimentos.
2	Definição das métricas	Definir as métricas de cada um dos critérios, visando estabelecer parâmetros tangíveis para aceitação ou rejeição da oportunidade.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.2 ETAPA 2 - BUSCA E SELEÇÃO DE OPORTUNIDADES

A etapa de busca de oportunidades tem como objetivo principal identificar as melhores oportunidades para realizar investimentos anjo. Estas oportunidades podem estar em estágios variados de evolução, com por exemplo, em forma preliminar de ideias, em forma de protótipos de soluções ou até mesmo formatado como uma empresa no estágio inicial de entrada no mercado ainda com poucos clientes. Uma particularidade das oportunidades que surgem para investimento anjo é que a grande maioria delas está em uma fase bastante embrionária. Isso significa que muitas das informações são meramente previsões de um

potencial cenário futuro e distante, o que traz um grau de subjetividade muito alto.

Como resultado, esta etapa gera um conjunto de oportunidades qualificadas e alinhadas com a tese de investimentos do investidor e se for desenvolvida com propriedade, tende a deixar todo o processo com custos mais baixos e aumentar as chances de selecionar as melhores oportunidades com maior potencial de sucesso.

Esta etapa não apresenta uma alta complexidade para o seu desenvolvimento, porém exige que o investidor anjo tenha um network de qualidade com pessoas dispostas a fazer a aproximação do investidor anjo com o empreendedor detentor da oportunidade. Com base na vivência do pesquisador, os investidores anjo que possuem um network qualificado e que realizem interações constantes, tendem a ter acesso às oportunidades antes de outros investidores. Isso pode ser percebido principalmente nos grupos de investidores anjo nos quais aqueles mais ativos têm um destacado portfólio de investimentos ou realizaram desinvestimentos de sucesso em prazos menores.

É na etapa de busca e seleção de oportunidades que todas as demais etapas iniciam de forma preliminar, ou seja, é nela que acontece o início da habilitação do empreendedor, validação do negócio e investimento e a melhoria do plano de negócios.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de busca e seleção de oportunidades são detalhadas na Figura 15.

Figura 15 - Atividades da etapa de busca e seleção de oportunidades



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 17 descreve as atividades de busca e seleção de oportunidades.

Quadro 17 - Descrição das atividades da etapa de busca e seleção de oportunidades

N.º	Atividade	Descrição
1	Acesso ao network	Fazer contato com pessoas do seu network para identificar o maior número de oportunidades de qualidade. Quanto melhor o network maior a tendência de se ter maior escala de boas oportunidades de investimentos.
2	Engajamento em Programas	Participar de fóruns/eventos ou outros programas de empreendedorismo inovador que apresentem concentração de potenciais oportunidades. Estes programas tendem a fazer um processo rígido de seleção de empresa e, isso pode reduzir significativamente o custo de acesso a oportunidades de qualidade.
3	Identificação de oportunidades	Construir de um conjunto de potenciais oportunidades para compor o portfólio de investimento. Estas oportunidades devem estar alinhadas a tese de investimentos do investidor.
4	Busca de informações	Buscar informações a respeito da oportunidade, como por exemplo, sobre o empreendedor e sua equipe, sobre o negócio (mercado, concorrentes, clientes, etc.) e potenciais compradores para a fase de desinvestimento.
5	Validação preliminar da oportunidade	Realizar uma análise preliminar sobre o empreendedor, o problema que sua solução resolve e a proposta de valor que oferece.
6	Primeiro contato com Empreendedor e equipe	Realizar um primeiro contato com o empreendedor e outros membros importantes da sua equipe. Este primeiro contato pode ser em forma de reunião ou um <i>pitch</i> sobre o seu negócio.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.3 ETAPA 3 - HABILITAÇÃO DO EMPREENDEDOR E EQUIPE

O objetivo desta etapa é construir uma visão sólida e realista sobre o empreendedor e sua equipe. Os investidores, de forma geral, observam duas características fundamentais: (1) A capacidade do empreendedor e sua equipe em conduzir o negócio com competência e transformá-lo em um sucesso e (2) identificar a sinergia e empatia entre os membros da equipe e dela com o investidor anjo evitar potenciais conflitos e problemas de relacionamento no futuro durante a fase de investimento.

Esta etapa é desenvolvida durante toda fase de pré-investimento, pois o empreendedor e sua equipe estarão sendo observados e habilitados também durante as etapas de validação do negócio e do investimento e, principalmente, durante a etapa de melhorias no plano de negócio.

O principal resultado que esta etapa traz para a fase de pré-investimento é possibilitar que investidor, empreendedor e equipe se conheçam melhor e, assim, ajustem suas formas de

trabalho para alinhar expectativas e ampliar a sinergia entre todos. O tempo de desenvolvimento desta etapa varia em relação ao aprofundamento da relação e sua conclusão não deve ser antecipada devido ao alto grau de subjetividade envolvido.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de habilitação do empreendedor são descritas na Figura 16.

Figura 16 - Atividades da etapa de habilitação do empreendedor



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 18 descreve as atividades de busca de oportunidades.

Quadro 18 - Descrição das atividades da etapa de habilitação do empreendedor

N.º	Atividade	Descrição
1	Reunião com Empreendedor	Realizar reunião face a face com o empreendedor líder para identificar sinergia, esta reunião não é uma entrevista estruturada e aborda diversos assuntos.
2	Acesso ao network	Acessar pessoas do seu network para busca de testemunhais que forneçam informações pessoais e profissionais sobre o empreendedor e equipe
3	Busca de informações complementares	Acessar a outras fontes para obter informações complementares. Estas fontes podem ser currículos oficiais na internet, redes sociais, matéria jornalísticas e, até mesmo, ferramentas de <i>bigdata/analitics</i> para obter informações não publicadas.
4	Análise preliminar do perfil do empreendedor	Estruturar um perfil do empreendedor, com base nas informações obtidas no seu network e outras fontes, para identificar potenciais riscos e vantagens de se trabalhar em conjunto. Nesta fase um psicólogo é recomendado.
5	Realização de dinâmicas com empreendedor e equipe	Realizar dinâmicas que busquem simular uma situação real do negócio que será desenvolvido. O investidor pode acessar seu network para identificar potenciais clientes reais para uma dinâmica de venda do produto e, assim, testar as habilidades do empreendedor e equipe,
6	Construção conjunta do código de conduta/Memorando de entendimentos.	Construir em conjunto um código de conduta que incorpore tanto a visão (valores éticos e morais, visões de futuro, formas de trabalho, etc.) do empreendedor quanto a do investidor no futuro desenvolvimento da empresa.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.4 ETAPA 4 - VALIDAÇÃO DO NEGÓCIO

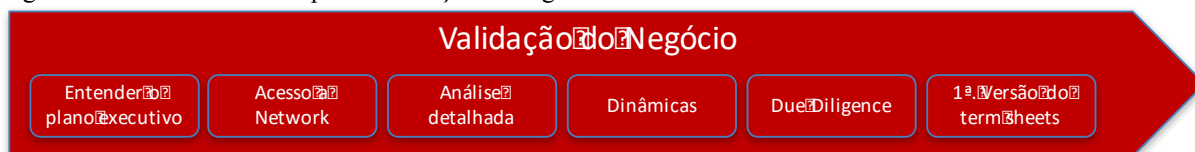
Esta etapa tem como principal objetivo estruturar uma série de informações que levem à conclusão sobre se o negócio que está sendo apresentado pelo empreendedor e sua equipe realmente tem potencial de sucesso no mercado.

É também uma etapa desenvolvida paralelamente à etapa de habilitação do empreendedor e equipe, validação do investimento e melhorias no plano de negócios já que todos apresentam conteúdos que se complementam, ou seja, quando se está na etapa de habilitação do empreendedor muitas informações sobre validação do negócio vem à tona, assim como, para validar o negócio, muitas vezes, é necessário fazer ajustes e/ou melhoramentos no plano de negócios.

Como resultado, esta etapa apresenta um rol de empresas que apresentam verdadeiro potencial sucesso para realizar investimentos. Logicamente este resultado carrega uma subjetividade considerável – menor do que nas duas primeiras etapas – pois continua baseado em estimativas sobre potenciais cenários futuros do mercado, faturamento, custos, etc.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de validação do negócio são descritas na Figura 17.

Figura 17 - Atividades da etapa de validação do negócio



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 19 descreve as atividades de validação do negócio.

Quadro 19 - Descrição das atividades da etapa de validação do negócio

No.	Atividade	Descrição
1	Entendimento do plano executivo e outros documentos sobre o negócio	Análise detalhada por parte do investidor anjo dos documentos entregues pelo empreendedor sobre sua proposta e características do negócio.
2	Acesso ao Network	Fazer contato com especialistas do seu network que tenham sinergia com o negócio que está sendo analisado para se obter informações atualizadas que possam validar o negócio.
3	Análise detalhada do negócio	Realizar análise detalhada sobre o mercado, concorrentes, clientes e riscos para ampliar a visão do potencial que o negócio oferece.
4	Dinâmicas para realizar testes de mercado	Realizar dinâmicas com pessoas do network do investidor anjo ou com clientes reais para obter informações em tempo real do potencial negócio. Nesta atividade o investidor também obtém feedback para habilitar o empreendedor.
5	<i>Due Diligence</i> do produto e infraestrutura	Realizar <i>due diligence</i> (auditoria) para confirmar informações relacionadas à tecnologia utilizada, estágio de desenvolvimento do produto e sua potencial performance e estrutura real da empresa que contempla a infraestrutura física e de recursos humanos.
6	<i>Term Sheets</i> preliminar	Construção da primeira versão do <i>term sheets</i> contendo os principais objetivos, metas cronogramas e outras informações relativas à aplicação do investimento para desenvolvimento do negócio.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.5 ETAPA 5 - VALIDAÇÃO DO INVESTIMENTO

Esta etapa tem como objetivo estruturar uma visão clara para a tomada de decisão sobre o investimento a ser feito. É de fato nesta etapa que acontece a maior parte da negociação a decisão sobre realizar ou não o investimento.

A etapa de validação do investimento é mais uma que deve ser desenvolvida de forma integrada e paralela das etapas de habilitação do empreendedor, validação do negócio e melhorias no plano de negócios.

Mesmo trabalhando sobre uma base de informações subjetivas, esta fase busca ser mais analítica quando se trata de valor dos investimentos a serem realizados e potenciais metas a serem alcançadas. É nesta etapa que se alinham as expectativas do empreendedor com o investidor, apontando como o empreendedor utilizará os investimentos para desenvolver o negócio e como o investidor agirá para auxiliar o empreendedor a alcançar o sucesso.

Na maioria das vezes, esta etapa é crítica, pois envolve uma árdua negociação entre investidor e empreendedor sobre o valor do negócio em questão e a consequente participação

societária do investidor resultando dos recursos que estão sendo investido. Como resultado desta negociação e o consequente alinhamento de interesses e objetivos, existe uma tomada de decisão por parte de ambos para avançar para a etapa na qual os compromissos são firmados e deverão ser cumpridos.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de validação do investimento são apresentadas na Figura 18.

Figura 18 - Atividades da etapa de validação do investimento



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 20 descreve as atividades de validação do investimento.

Quadro 20 - Descrição das atividades da etapa de validação do investimento

N.º	Atividade	Descrição
1	<i>Valuation</i> do negócio e Negociação societária	Realizar <i>valuation</i> do negócio e da participação societária do investidor frente ao valor investido.
2	<i>Due Diligence</i> fiscal, contábil e legal	Em complemento a atividade de <i>due diligence</i> realizada na etapa de validação do negócio, realizar uma <i>due diligence</i> focada em comprovar as informações fiscais, contábeis e legais da empresa. Neste momento também pode ser realizada auditoria sobre a propriedade intelectual, se for o caso.
3	Construção do Plano de investimentos	Construir em conjunto o plano de aplicação do investimento visando ter uma visão comum e integrada do empreendedor e do investidor sobre a condução da fase de investimento quando os recursos serão aplicados e quantos <i>rounds</i> serão efetivados.
4	Acesso ao network	Fazer contato com outros investidores seja para buscar fontes de coinvestimento ou até mesmo identificar potenciais futuros compradores para a participação acionária do investidor anjo.
5	Análise de saída	Definir estratégia de saída com identificação de potenciais compradores da participação societária do investidor anjo.
6	Definição dos indicadores chaves de performance (KPIs)	Definir os indicadores que serão acompanhados na etapa de investimento visando mensurar a performance e garantir o cumprimento do que foi acordado no plano de investimentos.
7	<i>Term Sheets</i> definitivo e governança da empresa	Construção da versão final do <i>term sheets</i> e da modelo de governança que será adotado. Estas informações devem ser anexadas ao contrato de investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.6 ETAPA 6 - MELHORAMENTO DO PLANO DE NEGÓCIOS

O principal objetivo desta etapa é alinhar as percepções do empreendedor e investidor anjo no que diz respeito ao modo como a empresa será conduzida no futuro.

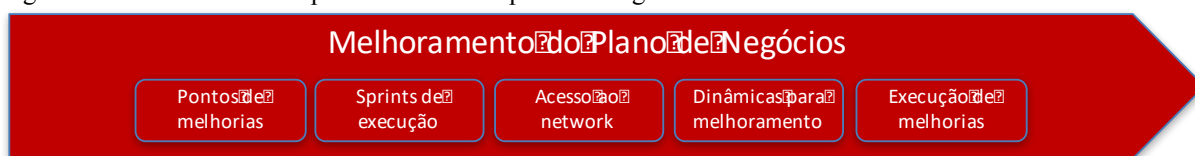
Está é uma etapa que pode influenciar significativamente as etapas de habilitação do empreendedor, validação do negócio do investidor. Dependendo das melhorias no plano de negócios, tudo aquilo que foi pactuado anteriormente pode ser revisto e modificado segundo as novas linhas do plano de negócios.

O principal resultado é um plano de negócios robusto na qual as competências tanto do empreendedor quanto do investidor são contempladas. Além disso, proporciona uma visão unificada de como os negócios futuros serão desenvolvidos e, com isso, aumentando as chances de se atingir metas com maior segurança e rapidez e reduzindo potenciais conflitos relacionados a condução conjunta do futuro negócio.

Esta é uma das etapas que mais exigem tempo do investidor anjo que, muitas vezes, desenvolve atividades e realiza pequenos investimentos para o melhoramento do plano de negócios.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de melhoria do plano de negócios são apresentadas na Figura 19.

Figura 19 - Atividades da etapa de melhoria do plano de negócios



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 21 descreve as atividades de melhoria do plano de negócios.

Quadro 21 - Descrição das atividades da etapa de melhoria do plano de negócios

N.º	Atividade	Descrição
1	Definição dos pontos de melhorias	Definir conjuntamente com o empreendedor os pontos que serão focados para promover melhorias
2	Definição dos <i>Sprints</i> de trabalho para realizar as melhorias	Definir responsável, executor, pessoas do network que podem ajudar, tempo necessário e resultados esperados.
3	Acesso ao Network	Fazer contato com outros especialistas, potenciais clientes e outras pessoas do network visando obter ajuda para realizar as melhorias no plano de negócios da empresa.
4	Dinâmicas para melhoramento	Da mesma forma como foi realizada na etapa de validação do negócio, realizar dinâmicas com pessoas do network do investidor anjo ou com clientes reais para obter informações e ajuda melhoramento do plano de negócios.
5	Fechamento e consolidação do plano de negócios	Esta atividade envolve as tarefas para fazer o fechamento do plano de negócios, mesmo sabendo que poderá mudar no curto prazo. Esse fechamento é importante para se ter um documento único e atualizado para dar parâmetros na fase de investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.7 ETAPA 7 - ACESSO AO NETWORK DO INVESTIDOR ANJO

Esta etapa é a mais transversal de todas, ou seja, em todas as etapas anteriores existem atividades relacionadas ao acesso do network do investidor. O objetivo em acessar o network pode variar. Os investidores executam esta atividade principalmente para reduzir custos e obter conhecimento atualizado.

O acesso ao network, na etapa de busca de oportunidade, está relacionado principalmente em receber indicações de empresas nascentes promissoras para investimento. Um network qualificado e direcionado aos objetivos do investidor anjo tende a filtrar uma enorme quantidade de oportunidades que não se enquadram na tese de investimentos, reduzindo consideravelmente o tempo e o custo da procura.

No que diz respeito à etapa de habilitação do empreendedor e equipe, o network oferece ao investidor informações e histórico dos empreendedores envolvidos na empresa nascente, o que significa, um menor risco de se selecionar empreendedores com perfis e características desalinhadas com o perfil do investidor anjo.

Nas etapas de validação do negócio, validação do investimento e melhoria no plano de negócio, o acesso ao network funciona principalmente como um complemento de conhecimentos do investidor, ou seja, para confirmar percepções, obter informações

complementares, entender melhor os conceitos ou novas tecnologias, validar percepções de mercado, etc. Um network qualificado, que compartilhe e complemente conhecimentos com o investidor, reflete em redução considerável dos riscos intrínsecos ao investimento anjo.

O investidor anjo costuma segmentar seu network para acessá-las, dependendo do tipo de informação ou conhecimento que está procurando. Por exemplo, acessa um network de pesquisadores e tecnólogos para receber informações sobre novas oportunidades de negócios; acessa um network de empreendedores para obter informações e histórico do empreendedor e equipe associada ao negócio que está sendo prospectado, ou acessa uma rede de especialistas ou profissionais de mercado para validar o negócio ou investimento.

Como resultado, o investidor busca aumentar as chances reais de sucesso na seleção de empresas para realizar investimentos.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor na etapa de acesso ao network são apresentadas na Figura 20.

Figura 20 - Atividades da etapa de acesso ao network



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 22 descreve as atividades de acesso ao network.

Quadro 22 - Descrição das atividades da etapa de acesso ao network

N.º	Atividade	Descrição
1	Acesso ao network de empreendedores	Acessar networks de empreendedores para obter os mais variáveis tipos de informações e conhecimentos.
2	Acesso ao network especialistas	Acessar networks de especialistas para obter informações e conhecimentos altamente especializados sobre uma tecnologia, mercado ou um procedimento específico.
3	Acesso ao network outros investidores	Acessar networks de investidores para identificar potenciais coinvestidores ou obter informações e conhecimentos específicos sobre as operações de investimento anjo.
4	Acesso ao network potenciais clientes	Acessar networks de clientes para prioritariamente obter uma visão do potencial do negócio e seu alinhamento com as necessidades do mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.8 ETAPA 8 - FECHAMENTO DAS NEGOCIAÇÕES

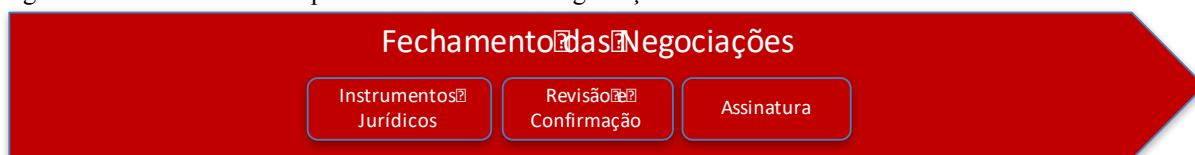
O Fechamento das negociações é a etapa que consolida a fase de pré-investimento e faz a transição para a fase de investimento, na qual o recurso é investido e o negócio inicial formalmente a ser desenvolvido. Seu principal objetivo é garantir a segurança jurídica de toda a operação de investimento.

As atividades desenvolvidas nesta etapa são prioritariamente operacionais e envolvem basicamente a elaboração dos instrumentos jurídicos por advogados, revisão e confirmação, por parte do empreendedor e investidor, de todos os pontos negociados e, finalmente a assinatura de todos os instrumentos jurídicos por todos os envolvidos.

As atividades desta etapa têm características menos complexas e mais operacionais do que as aquelas atividades desenvolvidas até então na fase de pré-investimento, porém são de grande importância para dar segurança e validade a tudo o que foi construído até este momento.

As principais atividades desenvolvidas pelo investidor anjo na etapa de fechamento das negociações são apresentadas na Figura 21.

Figura 21 - Atividades da etapa de fechamento das negociações



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

O Quadro 23 descreve as atividades de fechamento das negociações.

Quadro 23 - Descrição das atividades da etapa de fechamento das negociações

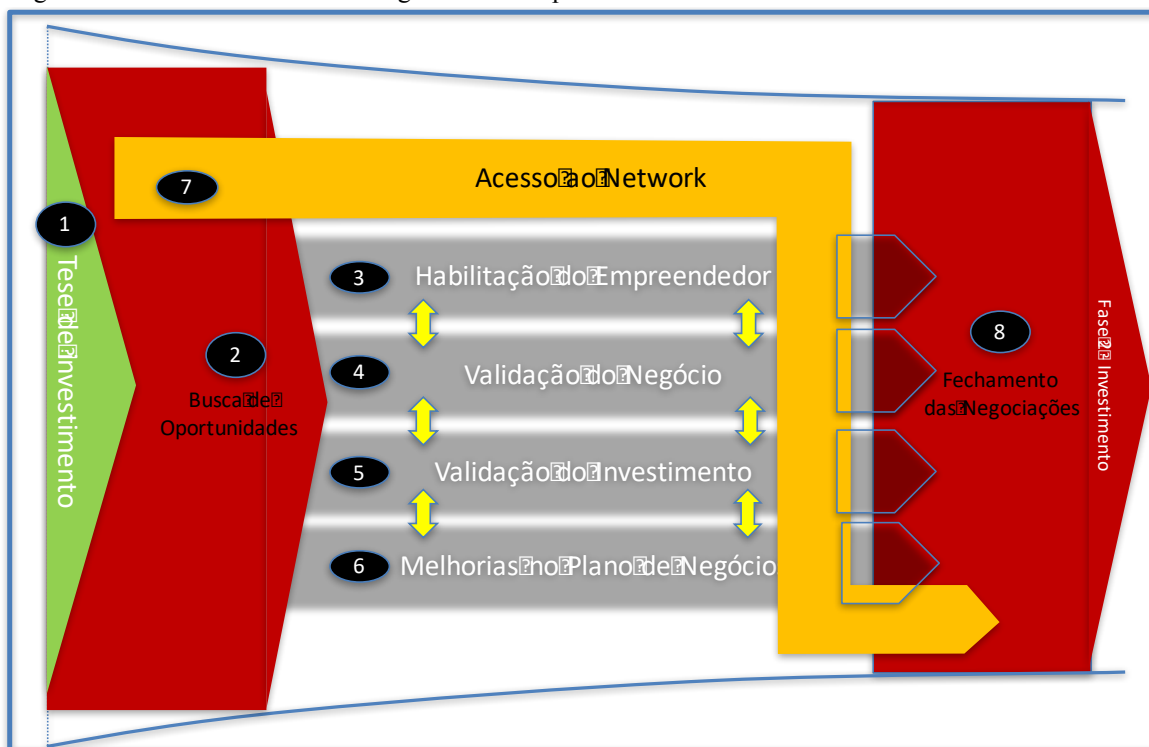
N.º	Atividade	Descrição
1	Elaboração dos instrumentos jurídicos	Constituir advogados para elaborar os instrumentos jurídicos que traduzam as negociações e possibilitem consolidar o investimento.
2	Revisão e confirmação das cláusulas do contrato	Proceder revisão e confirmação de todos os itens negociados e garantir que contém nos instrumentos jurídicos.
3	Assinatura dos instrumentos jurídicos	Realizar a assinatura dos documentos jurídicos.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.9 O *FRAMEWORK* METODOLÓGICO

Por fim, apresenta-se a Figura 22 que contempla a visão geral da proposta do *framework* metodológico para dar suporte ao investidor anjo na seleção de empresas para realizar investimentos, com suas oito etapas e os relacionamentos entre elas.

Figura 22 - O *Framework* Metodológico e suas etapas

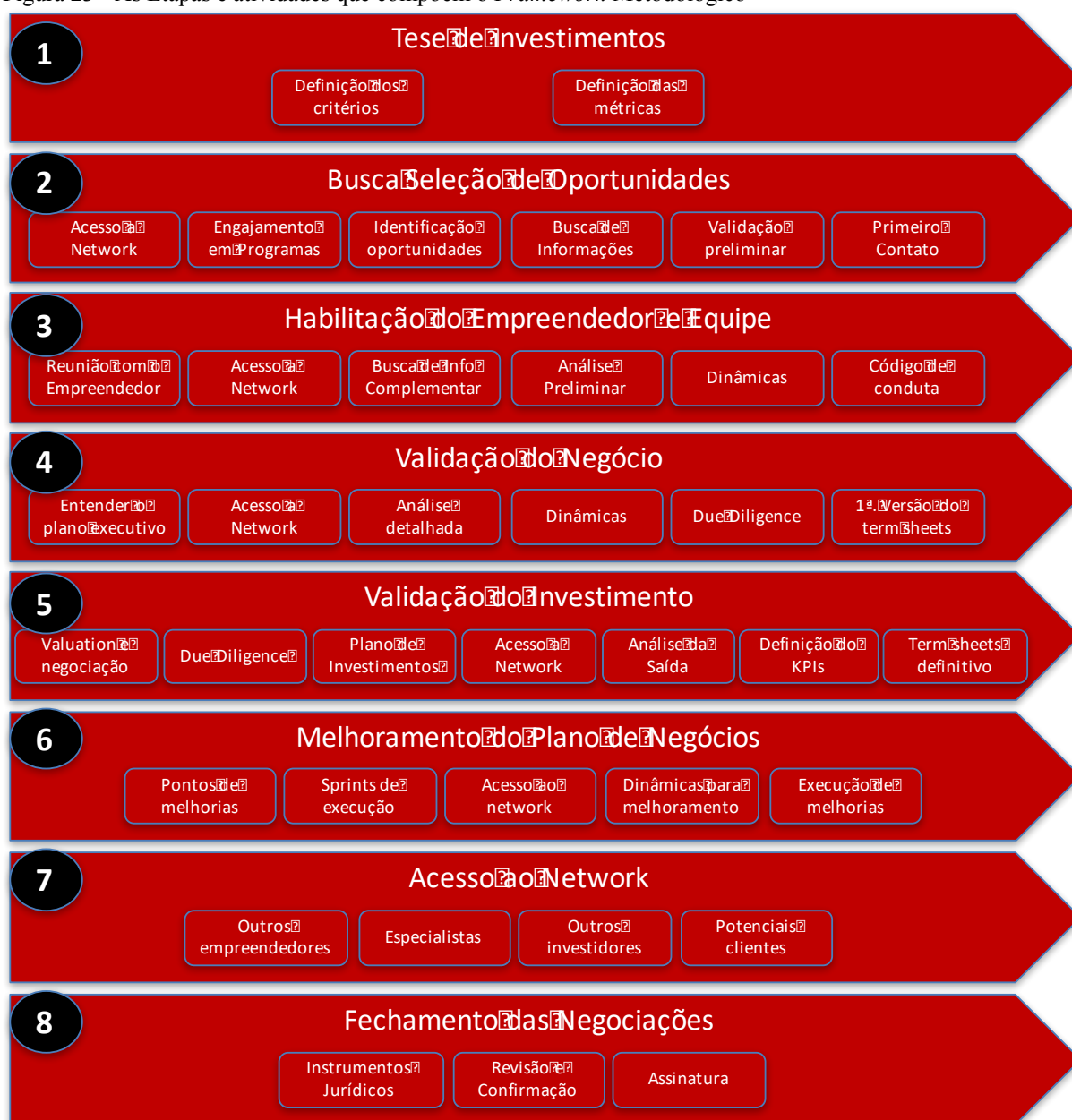


Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

7.10 AS ATIVIDADES DAS ETAPAS DO *FRAMEWORK* METODOLÓGICO

Para dar uma visão ainda mais profunda sobre a proposta do *framework* metodológico apresentado na seção 7.9, a Figura 23 apresenta todas as 39 atividades relacionadas a cada uma das etapas que norteiam a proposta do *framework* metodológico.

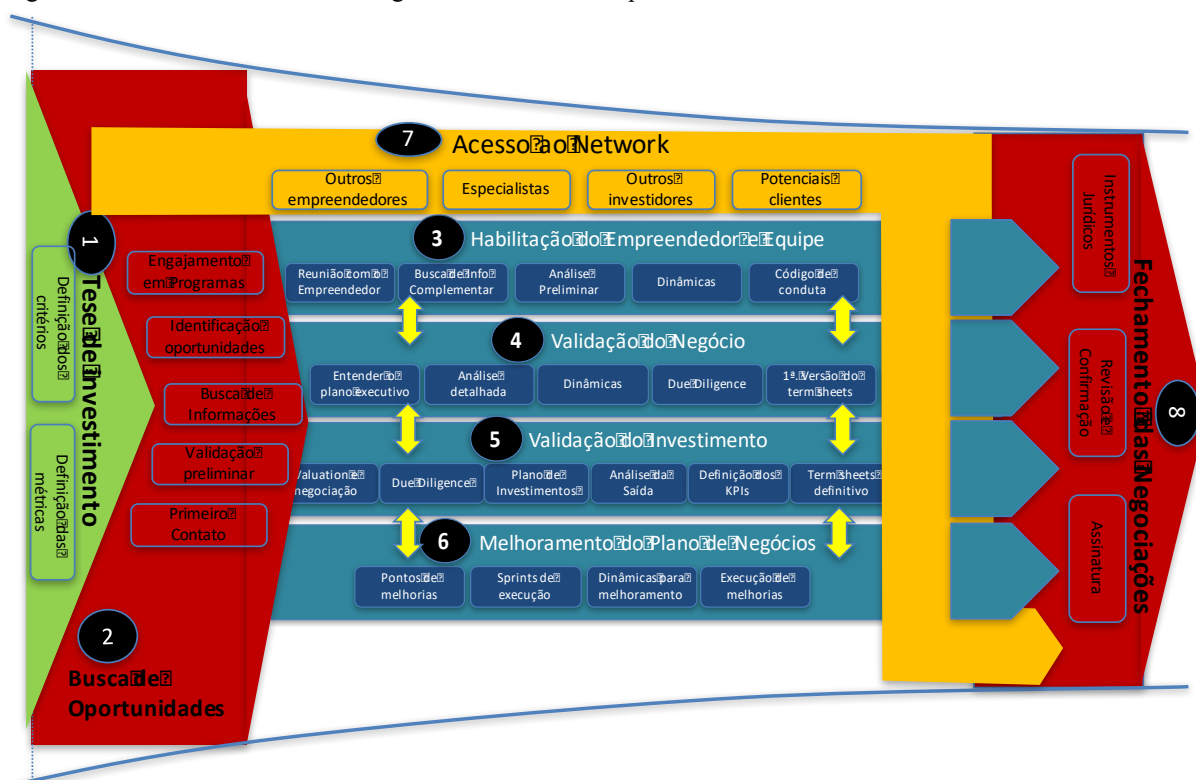
Figura 23 - As Etapas e atividades que compõem o *Framework* Metodológico



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

Por fim, a Figura 24 resume em uma única ilustração a proposta do *framework* metodológico integrando as etapas e cada uma das atividades a serem desenvolvidas pelo investidor anjo.

Figura 24 – O *Framework* metodológico com suas oito etapas e atividades



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017.

8 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento deste trabalho permitiu melhorar a compreensão do processo de seleção de empresa por parte dos investidores anjo e as principais atividades desenvolvidas para se alcançar os objetivos. Nesta seção são apresentadas as principais conclusões desta pesquisa com as considerações finais.

A atividade de investimento anjo é fundamental para promoção do desenvolvimento de empresas e conseqüentemente para o desenvolvimento econômico de uma região. As pequenas empresas inovadoras são grandes geradoras de postos de trabalho e impostos.

Os investidores anjo não aportam apenas recursos financeiros nas empresas, mas também expertise, conhecimentos, seu network, o que ocasiona um impacto positivo muito maior do que as operações de financiamento ou empréstimos realizados pelas instituições financeiras tradicionais.

Apesar de sua importância, os mercados ainda não compreendem fortemente este ator e, muitas vezes, subestimam seu papel no desenvolvimento de empresas e regiões. No Brasil a atividade enfrenta ainda mais dificuldade, pois apesar de estar em um estágio bastante embrionário, a legislação existente empurra esta atividade para a informalidade ainda maior. Uma legislação e um tratamento tributário mais adequados à atividade de alto risco poderiam impulsionar de forma significativa essa atividade.

O processo desenvolvido pelos investidores anjo ainda está evoluindo e existe diferenças bastante relevantes em relação ao mercado brasileiro e outros mercados mais desenvolvidos como Estados Unidos e Suíça. Ficou evidente que a maior parte dos investidores anjos brasileiros não utilizam processos sistêmicos para seleção de empresas atuando prioritariamente e utilizando seu *feeling*. Apesar disso, tem-se a chance de assumir um posicionamento de destaque no segmento de investimento anjo mundial, devido ao alto nível dos empreendedores brasileiros.

Na etapa de busca de oportunidade existem dois grandes fatores-chave do sucesso: qualidade do network para ter indicação de boas oportunidades e a marca do investidor que reflete confiança e desejo do empreendedor em tê-lo como parceiro para o desenvolvimento do negócio. Se bem trabalhados, esses dois fatores podem reduzir significativamente o custo e o tempo para identificar e validar a oportunidade.

A etapa mais crítica é a habilitação do empreendedor, já que as oportunidades não se concretizam sozinhas e, sim, por meio de um empreendedor capaz de transformá-la em realidade. Além disso, é fundamental que exista empatia entre investidor anjo e empreendedor

para que as atividades de desenvolvimento da empresa fluam sem conflitos.

As etapas de validação do negócio, validação do investimento e melhoramento do plano de negócios da empresa envolvem muita dedicação do investidor anjo, porém, sua atenção maior está na etapa de validação do investimento, pois é nesta etapa que efetivamente acontece a tomada de decisão na realização do investimento.

A etapa menos complexa é a de fechamento do negócio quando acontecem as assinaturas dos termos de compromissos e contratos que efetivamente validam a operação de investimento anjo na empresa.

Um dos principais fatores-chave do sucesso de um investidor anjo está relacionado à rede de relacionamentos altamente qualificada. Isso porque em todas as etapas do pré-investimento esta rede é acessada intensamente, refletindo principalmente na redução de custo de identificação de novas oportunidades e da validação ou melhoria nos planos das empresas que serão investidas. Além disso, muitos investidores anjo utilizam sua rede de relacionamentos para identificar potenciais clientes para as empresas investidas. No ponto de vista prático, apontado pelos investidores, o acesso ao network é considerado o elemento mais importante para realização de investimentos anjo e quanto mais qualificado e maior for o network maiores serão as chances de se alcançar o sucesso.

As atividades executadas pelos investidores anjo envolvem um alto grau de subjetividade em seu conteúdo. Porém, o risco da subjetividade pode ser significativamente compensado se o processo estiver bem sistematizado e que possibilite comparabilidade entre os investimentos.

Este trabalho pode ajudar os investidores anjo a ter um processo de pré-investimento sistematizado e com maiores chances de sucesso, pois ainda se observa um número muito baixo de investidores anjo brasileiros que conseguiram efetivamente realizar uma saída do investimento com sucesso. Além disso, os resultados aqui apresentados podem ampliar a compreensão teórica do processo de pré-investimento, principalmente no que se refere ao desenvolvimento das etapas e atividades de forma paralela, interativa e, algumas vezes, não sequencial.

Os objetivos específicos definidos neste trabalho foram todos cumpridos.

A caracterização do investidor anjo, seu mercado de atuação e o processo de investimento foi realizado no levantamento bibliográfico principalmente nas subseções 3.4, 3.5 e 3.6.

A identificação e análise das etapas e atividades para realizar a seleção de empresas para realizar investimentos anjo são apresentadas na seção 5, com a proposta do modelo

teórico e seção 6, com o levantamento de dados por meio das entrevistas realizadas com os 11 investidores anjo e especialistas que tinham em seu histórico 172 investimentos e 23 desinvestimentos.

A construção do *framework* metodológico do processo de seleção de empresas para realizar investimentos é apresentada na seção 7 desta dissertação.

Por fim, o objetivo geral foi cumprido e demonstrado na seção 7 na apresentação da proposta do *framework* metodológico com as etapas a serem desenvolvidas e as atividades associadas a cada uma das etapas.

8.1 PROPOSTA PARA FUTURAS PESQUISAS

Novas pesquisas poderiam ser desenvolvidas nas fases de investimento e desinvestimento realizadas pelo investidor anjo. Pesquisas como esta resultariam em um amplo arcabouço de conhecimentos sobre a fase de investimento – aquela quando o empreendedor e o investidor desenvolvem a empresa – e a fase de desinvestimento – quando o investidor vende sua participação societária, visando realizar os lucros da operação e, assim, poder voltar a fase de pré-investimento.

Outra sugestão é integrar esta pesquisa que resultou no *framework* tecnológico com outras pesquisas sobre os critérios de tomada de decisão que os investidores anjo utilizam para selecionar as empresas que receberão investimentos traria aos investidores anjo uma ferramenta bastante robusta para executar a fase de pré-investimento de forma mais segura e com maiores chances de se obter sucesso.

Por fim, conduzir pesquisa semelhante com uma amostra mais ampla poderia resultar em outros achados importantes para detalhar o *framework* metodológico.

Estas sugestões têm grande potencial de impacto positivo para os investidores anjo, pois uma visão sistêmica e abrangente do processo de investimento pode reduzir significativamente os riscos associados a este tipo de operação, viabilizando mais operações de sucesso.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Introdução ao *private equity* e *venture capital* para empreendedores**. Brasília, abr. 2011. (Série Cadernos da Indústria ABDI – Volume XIV). Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2017.

ANGEL CAPITAL ASSOCIATION (ACA). *How many angel investors are there in the U.S.? Knowledge Center*, FAQs for Angels & Entrepreneurs, 2015. Disponível em: <<http://www.angelcapitalassociation.org/faqs/#How%20many%20angel%20investors%20are%20there%20in%20the%20U.S.?.?>>. Acesso em: 16 abr. 2017.

ANJOS DO BRASIL. **Investimento Anjo para Startups cresce mesmo com a crise, mas está sob risco**. Jul. 2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/blog/investimento-anjo-para-startups-cresce-mesmo-com-a-crise-mas-esta-sob-risco>>. Acesso em: 17 jul. 2017.

ARAM, J. D. *Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors*. **Journal of Business Venturing**, v. 4, n. 5, p. 333-347, sep. 1989. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0883902689900050>>. Acesso em: 17 jul. 2017.

ARGERICH, J., HORMIGA, E., VALLS-PASOLA, J. *Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process*. **Service Industries Journal**, v. 33, n. 9-10, p. 806-819, 2013.

ARRAIS, Y. R. **As barreiras enfrentadas pelos investidores anjos no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC), RJ, 2006.

AVDEICHKOVA, S.; LANDSTROM, H.; MANSSON, N. *What do we mean when we talk about business angel? Some reflections on definition and sampling*. **Venture Capital**, v. 10, n. 4, p. 371-394, oct. 2008.

BERGER, A. N.; UDELL, G. *The Economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 613-673, nov. 1998. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=137991>. Acesso em: 17 jul. 2017.

BLANK, S.; DORF, B. **The startup owner's manual: the step-by-step guide for building a great company**. California: K&S Ranch Press, 2012.

BYGRAVE, W. *The entrepreneurship paradigm revisited*. In: NEERGAARD, H.; ULHOI, J. P. (Ed.). **Handbook of qualitative research methods in entrepreneurship**. Chaltenham: Edward Elgar, 2007. Chap. 1. p. 17-48. Disponível em: < http://www.untagsmd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/ENTREPRENEURSHIP%20Handbook%20of%20qualitative%20research%20methods%20in%20entrepreneurship.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2017.

CARLSSON, B. et al. *The evolving domain of entrepreneurship research*. **Research Institute of industrial Economics**, IFN working paper n. 948, Stockholm, Sweden, 2013. Disponível em: < <https://www.econstor.eu/handle/10419/81446>> . Acesso em: 10 mar. 2017.

CORNELIUS, B.; PERSSON, O. *Who's who in venture capital research*. **Technovation**, v. 26, n. 2, p. 142-150, 2009.

CUBAN, M. **Portal Venture Beat**. 2015. Disponível em: <<http://venturebeat.com/2015/03/06/mark-cuban-says-were-in-a-new-bubble-but-its-a-problem-of-inexperienced-angels/>>. Acesso em: 8 mar. 2015.

CUMMING, D. J.; VISMARA, S. *De-segmenting research in entrepreneurial finance*. **Venture Capital**, v. 19, n. 1-2, p. 17-27, jan. 2017.

DORNELAS, J. C. A. **Empreendedorismo**: transformando ideias em negócios. Rio de janeiro: Campus, 2001.

FEENEY, L., HAINES, G. H. JR; RIDING, A. L. *Private investors' criteria: insights from qualitative data*. **Venture Capital**, v. 1, n. 2, p. 121-145, 1999.

FENN, G. W., LIANG, N.; PROWSE, S. *The private equity market: an overview*. **Financial Market, Institutions & Instruments**, v. 6, n. 4, p. 1-106, nov. 1997.

FLORIDA, R.; KENNEY, M. *Venture capital and high technology entrepreneurship*. **Journal of Business Venturing**, v. 3, n. 4, p. 301-319, 1988. Disponível em: <https://www.creativeclass.com/rfcgdb/articles/38%20Venture_Capital_and_High_Technology_Entrepreneurship.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2017.

FRIED, V. H.; HISRIC, R. D. *Toward a model of venture capital investment decision making*. **Financial Management**, p. 28-37, 1994.

GASTON, R. J. *The Scale of informal capital markets*. **Small Business Economics**, v. 1, p. 223-230, sep. 1989.

GOMPERS, P.; LERNER, J. *The venture capital revolution*. **Journal of Economic Perspectives**, p. 145-168, 2001. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/43ab/1ac216f4a4630860912adeb7893c7769dea8.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2017.

HERRERAS, J. A. *Screening criteria for business angels investments*. 2014. Tese (Doutorado) – Universitat de Barcelona. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/servlet/tesis?codigo=89566>>. Acesso em: 10 out. 2016.

KOTHA, R.; GEORGE, G. *Friends, family, or fools: entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*. **Journal of Business Venturing**, v. 27, n. 5, p. 525-543, sep. 2012.

KURATKO, D. F.; MORRIS, M. H.; SCHINDEHUTTE, M. *Understanding the dynamics of entrepreneurship through framework approaches*. **Small Business Economics**, v. 45, n. 1, p. 1, jun. 2015. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/271731751_Understanding_the_dynamics_of_entrepreneurship_through_framework_approaches>. Acesso em: 25 out. 2016.

KNIGHT, F. H. **Risk, uncertainly and profit**. Chicago, IL., USA: University of Chicago Press, 1971. Disponível em: <https://mises.org/sites/default/files/Risk%2C%20Uncertainty%2C%20and%20Profit_4.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2016.

KRAKAUER, P. V. C. **Ensino de empreendedorismo**: estudo exploratório sobre a aplicação da teoria experiencial. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-17122014-181812/pt-br.php>>. Acesso em: 22 set. 2016.

MACHADO, F. G. **Investidor Anjo**: uma análise dos critérios de decisão de investimentos em *startups*. 2015. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de São Paulo. SP, Brasil, 2015. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-17112015-114041/pt-br.php>>. Acesso em: 20 set. 2016.

MASON, C. M.; HARRISON, R. T. *Financing entrepreneurship: venture capital and regional development*. **Money and the Space Economy**, Chichester, p. 157-183, 1999.

MAXWELL, A. L.; JEFFREY, S. A., LÉVESQUE, M. *Business angel early stage decision*

making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 212-225, 2011.

OLIVEIRA, R. V. **Revisão e mapeamento da literatura internacional recente sobre o processo de decisão de gestores de venture capital**. 2013, 163f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/123157/325076.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

PAUL, S., WHITTAM, G., WYPER, J. *Towards a model of the business angel investment process*. **Venture Capital**, v. 9, n. 2, p. 107-125, mar. 2007.

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

REVISTA PEQUENAS EMPRESAS & GRANDES NEGÓCIOS (PEGN). **Investimento anjo cresce 9%no Brasil e chega a R\$ 851 milhões**. jun. 2017. Disponível em: <<http://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2017/06/investimento-anjo-cresce-9-no-brasil-e-chega-r-851-milhoes.html>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

RIDING, A., DRUXBURY, L., HAINES, G. *Financing enterprise development: decision-making by Canadian angels*. In: TRACY, S. L.; TRACY, E. M. (Ed.). **Proceedings of the Association of Management and International Association of Management**, Montreal, p. 17- 22, 1997.

RIDING, A. L.; MADILL, J. J.; HAINES JR, G. H. *Investment decision making by business angels*. In: LANDSTRÖM, H. (Ed.). **Handbook of research on venture capital**. 2007. Chap. 13. (Handbooks in Venture Capital Series).

RIES, E. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**; São Paulo: Lua de Papel, 2012.

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

SAMILA, S., SORENSON, O. *Venture capital, entrepreneurship, and economic growth*. **Review of Economics and Statistics**, v. 93, n. 1, p.338-349, feb. 2011.

SCHUMPETER, J.A. *The theory of economic development*. **Harvard Economics Studies**. Cambridge, MA, USA, 1934.

SHANE, S., VENKATARAMAN S. *The promise of entrepreneurship as a field of research. The Academy of Management Review*, v. 25, n.1, p. 217- 226, 2000. Disponível em: <<https://entrepreneurscommunicate.pbworks.com/f/Shane%2520%252B%2520Venkat%2520-%2520Ent%2520as%2520field.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2016.

SHANE, S., HEIGHTS, S. *The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. Venture Capital and Angel Investing*, v. 2, n. 2, p. 33-81, jun. 2012.

SOHL, J. E. *The early-stage equity market in the USA. Venture Capital*, v. 1, n. 2, p. 101-120, 1999.

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

UK ANGEL ASSOCIATION. *A nation of angel*. Disponível em: <http://3pymgx13iq6338mm7t4caazw.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2015/09/ERC_Nation_of_Angels_Full_Report.pdf>, 2015. UK>. Acesso em: 16 abr. 2016.

WENNEKERS, S.; THURIK, R. *Linking entrepreneurship and economic growth. Small business economics*, v. 13, n. 1, p. 27-56, 1999.

WETZEL JR., W.E. *Technovation and the informal investor. Technovation*, v. 1, n. 1, p. 15-30, 1981.

_____. *Angel and informal risk capital. Sloan Management Review*, v. 24, n. 4, p. 23-34, 1983.

_____. *The informal venture capital market: aspects of scale and market efficiency. Journal of Business Venturing*, v. 2, n. 4, p. 299-313, 1987.

APÊNDICE A - Exemplo de Transcrições das Entrevistas

Nome entrevistado: Investidor Anjo #1

Data: 01/12/16

Blocos	Objetivo	Perguntas balizadores
Bloco 1 - Informações gerais sobre o investidor	Coletar informações gerais sobre o investidor anjo e seus investimentos.	- Tempo de atuação como IA? 20 anos - Perfil de atuação (ativo ou passivo)? Ativo - Último investimento? Em março 2016 - Target de retorno (% x tempo)? – 30% ao ano – 4 - 6 anos para realizar - Atua? (Sozinho/funcionários/sindicato) – Sozinho com funcionários - IA realizados? 12 sendo - Ticket médio? De EU\$200K a EU\$500K - Já realizou colheita? Quantas? Retorno? Quatro realizadas, duas com lucro e duas com perdas Outras observações: Brasileiro que atuou em bancos de investimentos. Utiliza sua experiência estruturar as operações de IA. Hoje atua fortemente como mentor de empreendedores (vindos das universidades suíças) que desejam estruturar suas startups.
Bloco 2 – Etapa Busca de Oportunidades	Coletar informações de como o IA busca, analisa e valida as oportunidades para dar continuidade ao processo de pré- investimento	- Utiliza cinco principais formas para buscar novas oportunidades: 1 – Por meio da rede de relacionamentos – isso é de forma contínua. A rede indica as startups. 2 - Universidades e Centros tecnológicos: participa de vários eventos fazendo palestra para ajudar acadêmicos empreendedores a captar recursos para startups. Muitos acadêmicos são abordados no próprio evento. 3 - Recebe através da sua página na internet e redes social. 4 – Participando como mentos/avaliados em programas de empreendedorismo como esse da SwissNex. 5 – Nas redes de investidores VC e Anjos de Zurich. Meus investimentos são prioritariamente na Suíça com alguns coinvestimentos em Berlin. - Tenho uma estratégia bastante focada no setor de tecnologia da informação, nesses setores atuo como

		investidor líder. Nos demais atuo apenas com coinvestimento. Não posso conduzir um processo de desenvolvimento de empresa que não conheça profundamente. - Abordagem ao empreendedor é imediata. “Faço isso toda hora, é importante investir tempo nessa etapa para refletir se posicionar como o primeiro investidor que o empreendedor pode buscar.” - Tem apenas um rápido formulário com características gerais sobre a oportunidade. “Não perco muito tempo em formalizar esta etapa pois ainda é muito subjetiva”. O contato pessoal (ou mesmo por Skype) com o empreendedor ainda é muito melhor do que qualquer documento.
Bloco 3 – Etapa Habilitação do Empreendedor / equipe	Coletar informações de como o IA interagem e credencia o empreendedor para continuar no processo de pré-investimento.	- Utiliza muito o <i>pitch</i> como ferramenta de primeiro contato com o empreendedor. - O objetivo é fazer uma leitura clara da cabeça do empreendedor. A oportunidade de negócio, neste momento fica em segundo plano. - “Eu acabo fazendo um papel de psicólogo. Os empreendedores são naturalmente pessoas de forte personalidade e dispostos a enfrentar qualquer adversidade. Isso pode causar conflitos entre os sócios e também com o investidor” - Recebe empreendedores individuais ou uma equipe já formada. Muitas vezes indica pessoas para formar uma equipe. Na Suíça isso é mais fácil na parte alemã e Francesa. Na parte italiana as coisas se complicam um pouco pois lá a relação pessoal se confunde com a profissional. - A habilitação do empreendedor é uma atividade contínua. Mesmo depois do investimento o investidor e empreendedor ainda estão habilitando uns aos outros. Para isso é que serve um bom term sheets. - Reunião acontecem apenas quando realmente existe algo a se discutir que necessite ser presencial, caso contrário telefone, e-mail e videoconferência funcionam bem.

Bloco 4- Etapa Validação do Negócio	Coletar informações de como o IA comprova que o negócio apresentado pela empresa é atraente para o mercado	- A validação de negócios inicia com um pitch para o IA e diversos especialistas do seu network. Ao final todos expõe suas impressões para ajudar o empreendedor e, depois reservadamente, expões para o IA suas impressões sobre a potencialidade da oportunidade. - Não tem um modelo fechado para fazer análise, mas o foco é acesso ao mercado. Se tiver uma boa estratégia de acesso ao mercado o restante pode ser ajustado. Tecnologia é o que menos importa. - “Não vejo problema para subjetividade ou percepções. O problema é não entender do assunto e achar que entende. - “a subjetividade deve estar exclusivamente nos critérios de análise e não no processo de pré-investimento. - A validação do negócio acontece de forma Top Down. O IA analisa tecnologia, mercado, marcos regulatórios/legal, financeiro e pessoas (principalmente <i>gap</i> de pessoas).
Bloco 5 – Validação do Investimento	Coletar informações de como o IA analisa e aprova o plano de investimento e quando acontece a tomada de decisão sobre realizar o investimento.	- A validação do investimento está junto com o melhoramento da proposta de negócio. O IA busca estruturar uma proposta em conjunto com o empreendedor e assim avança na negociação do investimento. - Os investimentos estão muito focados em empresas do setor que o IA atua e conhece. “Se eu entendo do setor eu poderei ajudar o desenvolvimento do negócio, se não entendo fica muito arriscado para mim pois fico 100% na mão de terceiros (empreendedor ou especialistas) - O <i>valuation</i> é discutido entre o IA e o empreendedor. Existe um plano de metas que ajusta o <i>valuation</i> conforme o resultado. Menor performance, menor <i>valuation</i> e vice-versa. - Na fase de negociação entre o IA e os empreendedores existe a definição dos KPIs com métricas que serão verificadas no decorrer da aplicação dos investimentos. O IA utiliza um software para definir, dar pesos e acompanhar os KPIs.

Bloco 6 – Melhorias na Proposta / planos da empresa.	Coletar informações de como o IA ajuda a melhorar o plano de negócios da empresa.	- Os processos 3 e 5 acontecem juntos, somente depois de entender o negócio e construir uma boa proposta futura que o IA inicia a negociação do investimento. - O IA tem um parceiro (funcionário) para analisar, melhorar a proposta e depois ajudar a implementar. Outros investidores também ajudam neste processo.
Bloco 7 – Fechamento das negociações	Coletar informações de como o IA fecha as negociações com o empreendedor e assina os documentos que efetivam o investimento.	- Toda a negociação necessita de um tempo junto. “Nem muito rápido nem devagar demais”. Cada negociação deve seguir seu tempo. - Fechamento para o IA é puramente a assinatura dos documentos jurídicos. Depois disso é puro trabalho. - Possui assessoria jurídica para elaborar os documentos e garantir a segurança jurídica da operação de investimento.
Bloco 8 – Interações com o network.	Coletar informações de como e quando o IA faz a interação com o seu network para recebe informações.	- Em todas as etapas do processo o network é acessado. - Sem Network o IA não conseguiria fazer tudo. Existiria um acúmulo de atividades e várias lacunas de conhecimento que prejudicam o processo. - O IA tem diferentes networks que são acessados dependendo do estágio, por exemplo: universidades são mais acessadas no momento da busca e especialistas no momento da melhoria da proposta.

Observações gerais:

Todo o processo deve ser objetivo. A informação para a tomada de decisão é que pode ser subjetiva. Quanto mais você conhece sobre o assunto mais assertivo você será.

A atividade de investimento anjo está associada ao primeiro estágio de desenvolvimento de uma empresa e, por isso, traz consigo alto risco com retorno financeiro considerável.

Visando reduzir o risco associado às operações de investimento anjo, esta pesquisa tem como objetivo estruturar um framework metodológico para dar suporte aos investidores anjo na seleção de empresas para realização de investimentos. O framework metodológico proposto contempla: (1) Definição da Tese de Investimentos; (2) Busca e Seleção de Oportunidades; (3) Habilitação do Empreendedor e Equipe; (4) Validação do Negócio; (5) Validação do Investimento; (6) Melhoria do Plano de Negócios; (7) Acesso ao Network do Investidor Anjo; (8) Fechamento das Negociações. Estas etapas devem ser desenvolvidas de forma paralela e interativa e, se sistematizadas, podem reduzir as incertezas e riscos, aumentando significativamente as chances de sucesso, apesar do alto grau de subjetividade em seu conteúdo.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Roberto De Rolt