



**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* PARA APOIO ÀS  
STARTUPS EM FASE INICIAL NA  
ESCOLHA DE INVESTIDORES E  
INVESTIMENTOS ANJO**

DANIELA AMORIM

FLORIANÓPOLIS, 2020

DANIELA AMORIM

*FRAMEWORK* PARA APOIO ÀS STARTUPS EM FASE INICIAL NA ESCOLHA DE  
INVESTIDORES E INVESTIMENTOS ANJO.

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 a obtenção do grau de Mestre em Administração

Orientador: Prof. Dr. Éverton Luís Pellizzaro de Lorenzi Cancellier

FLORIANÓPOLIS SC

2020

**Ficha catalográfica elaborada pelo programa de geração automática da  
Biblioteca Setorial do ESAG/UDESC,  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)**

Amorim, Daniela

Framework para Apoio às startups em fase inicial na  
escolha de investidores e investimento anjo / Daniela Amorim.  
-- 2020.

136 p.

Orientador: Éverton Luís Pellizzaro de Lorenzi Cancellier  
Dissertação (mestrado) -- Universidade do Estado de  
Santa Catarina, Centro de Ciências da Administração e  
Socioeconômicas - ESAG, Programa de Pós-Graduação  
Profissional em Administração, Florianópolis, 2020.

1. startups. 2. investimento anjo. 3. framework. I.  
Cancellier, Éverton Luís Pellizzaro de Lorenzi . II.  
Universidade do Estado de Santa Catarina, Centro de  
Ciências da Administração e Socioeconômicas - ESAG,  
Programa de Pós-Graduação Profissional em Administração.  
III. Título.

**DANIELA AMORIM**

**FRAMEWORK PARA APOIO ÀS STARTUPS EM FASE INICIAL NA  
ESCOLHA DE INVESTIDORES E INVESTIMENTOS ANJO.**

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 a obtenção do grau de Mestre em Administração

Banca examinadora:

Orientador: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Éverton Luís Pellizzaro de Lorenzi Cancellier  
UDESC

Membros:

\_\_\_\_\_  
Prof. Dra. Micheline Gaia Hoffmann  
UDESC

\_\_\_\_\_  
Dr. Peter Quadros Seiffert  
Valetec Capital Investimentos Ltda

**Florianópolis, 21 de fevereiro de 2020**

Ao meu filho Romero, minha fonte de luz e força para seguir, ao meu esposo Gilmar, amigo e companheiro, à minha família, pai, mãe e irmãs pelo colo e força de todas as horas. Com vocês tudo faz sentido.

## AGRADECIMENTOS

Ao grande arquiteto do universo, por permitir facilidades e dificuldades no caminho. Todas certamente foram primordiais para que a evolução pessoal fosse constante e na medida necessária.

À minha família toda, mas especialmente ao meu Pai e minha Mãe, a minhas Irmãs Xenia e Ediane, minha sobrinha Flora e cunhado Karel, por me permitirem experimentar essa doce vida, por serem alento, proteção, porto seguro, por sempre estarem próximos, por sempre me incentivarem a seguir em frente e ajudarem na prática a seguir em frente. Certamente a vida não teria o mesmo sabor se eu não tivesse vocês. Gratidão pela vida, gratidão por ter vocês.

Ao meu esposo, companheiro, amigo, meu amor Gilmar, que me acompanhou, me deu forças, entendeu as ausências e atropelos. Foram longos anos, foram muitos e incontáveis aprendizados ao teu lado, de humildade, de planejamento e resiliência. Sou muito grata pela tua existência. Um dos mais lindos presentes também compartilhamos desde o início deste trabalho, nosso filho Romero, que seguiu todos os passos, desde a barriga, com inúmeras viagens, idas e vindas, doces esperas. Só posso te agradecer filho por esse ser de luz que é, por ser meu parceirinho, meu anjo colaborador, a razão de continuar em frente e querer ser sempre melhor.

Às minhas amigas de Florianópolis Vanessa, Letícia, Liana, tia Bety, que me esperavam, eu e o Romero, com um abraço gostoso e cheias de carinho. A Sabrina e a Salete, que nas madrugadas de atrasos de voos, nas noites geladas de inverno nos recebiam com a cama quentinha em Chapecó. A vocês, minha eterna gratidão e admiração pela grandiosidade da alma.

Aos meus mestres, todos que até aqui me trouxeram. Em especial ao meu Professor Orientador Éverton, pelo profissionalismo, pela paciência, compreensão, humanidade com que conduziu todo o trabalho. Admiro o seu trabalho e sou grata por tudo, principalmente por entender a delicadeza do meu momento de vida.

Enfim, agradeço a todos que de uma forma ou de outra contribuíram para a finalização desse trabalho, por todo carinho, ajuda e compreensão;

**GRATIDÃO AO UNIVERSO!**

## RESUMO

Investimento Anjo (IA) é uma das alternativas das startups para busca de recursos financeiros. No entanto, a forma, o porquê, como seguir para obtê-lo pode deixar em dúvida empreendedores nas fases iniciais. Há algumas lacunas que dificultam o caminho do empreendedor até ele. Uma delas, a escassez de estudos na literatura focados no processo de decisão de empreendedores ao buscar o IA. O foco está voltado ao *venture capital*, ou seja, em fases tardias do ciclo de vida de uma startup. O investidor anjo, em regra, atua nas fases iniciais e confia mais do que recursos financeiros, ofertando também *know how*, *expertise* no mercado e conhecimentos em gestão. A pesquisa tem por objetivo geral elaborar um *framework* de apoio à decisão de empreendedores de startup em fase inicial para escolha de investidores anjo, baseado em revisão da literatura e entrevistas semiestruturadas com cinco startups localizadas na cidade de Chapecó-SC. Os principais achados da pesquisa foram: a) os empreendedores entrevistados buscaram o IA por conta de suas características de *smart money* (auxílio da tomada de decisões estratégicas, networking, mentorias, *insights* ao empreendedor, permissão para estar em ambiente de startups, motivação que imprimem ao longo do processo) triando outras alternativas; b) todas as empresas estavam em busca de recursos para mudar de fase; c) a escolha de um anjo desconsiderando outros tiveram alguns critérios, como localização geográfica e expertise no mercado, avaliação de propostas do anjo viáveis ao futuro do negócio às vistas do empreendedor; d) como pontos positivos puderam ser elencados *smart money* e *networking*, experiência do anjo em gestão e negociação, expertise no mercado, cuidado do investidor ao olhar para o empreendedor como dono do negócio; e) como pontos negativos a forma de negociação e condução abusiva por parte do investidor anjo em alguns momentos; f) falta de documentos que assegurem mais o empreendedor

**Palavras-chave:** Startups. Investimento Anjo. *Framework*

## ABSTRACT

Funding from Business Angel (BA) is one of the alternatives for startups that seek for financing. However, questions like why and how leave entrepreneurs uncertain on what the best way to land investments is, as there are gaps that hinder their paths to get it. One of these gaps is the lack of literature on the process. The focus of these studies is on venture capital, which happens at late stages of the startup lifecycle. BA tend to work at early stages of the startup lifecycles and they offer more than financial support, providing know-how, market expertise, and knowledge on management. This research's main goal is to create a framework which will support the initial stages of the decision making, based on literature analysis and interviews conducted with five startups located in Chapecó-SC. The main outcomes of the work were: a) All entrepreneurs sought BA for the latter's characteristics of smart money (SM) - which provided help on strategic decision-making, networking, mentoring, insights on entrepreneurship, permission to experience their daily lives, inspiration they imprint throughout the process – at the expense of other alternatives; b) All companies were searching for resources to move to the next phase; c) Choosing an BA was based on criteria such as localization, on market expertise, and on the evaluation of proposals from the BA that were viable to the future of the company on the eyes of the entrepreneur; d) Listed positive aspects were SM, networking, the BA's expertise on management and negotiation, expertise on the market, the fact that investors will look at the entrepreneur as the owner of the business; e) Negative aspects: the negotiation process was sometimes abusive by certain BA; and f) lack of legal paper to protect the entrepreneurs.

**Key-words:** Startups. Business Angel. Framework



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estágio de desenvolvimento da empresa correlacionado aos investimentos .....	32
Figura 2 - Etapas da pesquisa.....	72
Figura 3 - Categorias da proposta do modelo teórico .....	86
Figura 4 - Formação dos empreendedores das empresas entrevistadas .....	89
Figura 5 - Etapas agrupadas a partir dos modelos da literatura.....	111
Figura 6 - Características obtidas nas entrevistas para cada categoria .....	112
Figura 7 - Proposição de Framework para empreendedores na busca de investidores anjo .....	124

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Percentual entregue pelas startups e valor aportado .....	105
--	-----

## LISTAS DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo dos estágios de vida de startups segundo alguns autores .....	32
Quadro 2 – Síntese do modelo de Tyebjee e Bruno (1984) .....	51
Quadro 3 - Síntese do modelo de Fried e Hisrich (1994) .....	53
Quadro 4 – Síntese do modelo de Riding, Madill e Haines (2007) .....	55
Quadro 5 – Síntese do modelo de Paul, Whittam e Wyper (2007) .....	57
Quadro 6 – Síntese do modelo de Carioni (2017) .....	59
Quadro 7 - Panorama geral dos resultados esperados na tomada de decisão do empreendedor por Amatucci e Sohl (2004) .....	63
Quadro 8 - Panorama geral dos resultados esperados na tomada de decisão do empreendedor por Ghobril e. al. (2006) .....	65
Quadro 9 - Resumo das etapas do processo decisório tanto de investido quanto empreendedor .....	67
Quadro 10 - Construção do modelo de análise (continua) .....	75
Quadro 11 - Construção do modelo de análise (conclusão) .....	76
Quadro 12 - Quantidade de sócios empreendedores e novos sócios .....	84
Quadro 13 - Perfil dos entrevistados .....	84
Quadro 14 - Caracterização do estágio no momento do IA .....	85
Quadro 15 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (continua) .....	108
Quadro 16 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (continua) .....	109
Quadro 17 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (conclusão) .....	110
Quadro 18 - Atividades para a etapa de Formação do Negócio .....	116
Quadro 19 - Atividades para a etapa de Definição de tese de captação de recursos .....	117
Quadro 20 - Atividades para a etapa de Busca de Parceria .....	118
Quadro 21 - Atividades para a etapa de Aproximação .....	119
Quadro 22 - Atividades para a etapa de Negociação .....	120
Quadro 23 - Atividades para a etapa de Fechamento do investimento .....	121
Quadro 24 - Atividades para a etapa de Fechamento do Pós Investimento ..	121
Quadro 25 - Atividades para a etapa transversal networking .....	123

**LISTAS DE ABREVIATURAS**

VC – *Venture Capital*

GEM – *Global Entrepreneurship Monitor*

MVP – Mínimo Produto Viável

P2P - *peer-to-peer*

IA – Investidor Anjo

IOT – Internet of Things

TI – Tecnologia da Informação

ACATE – Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia

IncTech – Incubadora Tecnológica

INNE – Incubadora de Negócios

UFFS – Universidade Federal da Fronteira Sul

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Descrição da situação-problema .....	17
1.2	OBJETIVOS.....	20
1.2.1	Objetivo Geral.....	21
1.2.2	Objetivos Específicos.....	21
1.3	CONTRIBUIÇÃO DO TRABALHO.....	21
2	REFERENCIAL TEÓRICO .....	23
2.1	STARTUP .....	23
2.2	CICLO DE VIDA DAS STARTUPS .....	27
2.2.1	As diversas fases da vida de uma startup .....	28
2.2.2	Caracterização do estágio inicial .....	34
2.3	MODALIDADES DE INVESTIMENTO VOLTADOS AO ESTÁGIO INICIAL DAS STARTUPS.....	36
2.3.1	Self-funding/bootstrapping.....	37
2.3.2	Friends, family, and colleagues .....	38
2.3.3	Bancos.....	38
2.3.4	Aceleradoras.....	39
2.3.5	Empréstimo pessoa para pessoa .....	40
2.3.6	Crowdfunding.....	41
2.3.7	Incubadoras .....	41
2.3.8	Micro Venture Capital .....	43
2.4	INVESTIMENTO ANJO .....	43
2.5	ESTUDO DO PROCESSO DE INVESTIMENTO ANJO ÀS VISTAS DO INVESTIDOR E DO EMPREENDEDOR.....	48
2.5.1	Modelos de Investimento Anjo.....	50
2.5.2	Modelos teóricos de tomada de decisão de empreendedores por IA ....	61
2.5.3	Comparação dos modelos de investidor e empreendedor.....	65

3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	72
3.1	CARACTERIZAÇÃO E MÉTODO DA PESQUISA .....	72
3.2	MODELO DE ANÁLISE .....	74
3.3	OBTENÇÃO, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS .....	76
3.4	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	79
4	CARACTERIZAÇÃO, DIAGNÓSTICO E ANÁLISE DA REALIDADE ESTUDADA.....	80
4.1	ECOSSISTEMA DE INOVAÇÃO CATARINENSE.....	80
4.2	CARACTERIZAÇÃO DA REALIDADE ESTUDADA.....	83
4.3	ANÁLISE DA REALIDADE DE ESTUDO;.....	85
4.3.1	Formação do negócio .....	86
4.3.2	Definição da tese de captação de recursos .....	91
4.3.3	Busca de parcerias .....	93
4.3.4	Aproximação.....	97
4.3.5	Negociação inicial .....	99
4.3.6	Negociação posterior .....	103
4.3.7	Fechamento do Investimento.....	105
4.3.8	Pós investimento .....	107
4.3.9	Colheita.....	107
5	PROPOSTA DE INTERVENÇÃO/RECOMENDAÇÃO .....	111
5.1	ETAPA 1 – FORMAÇÃO DO NEGÓCIO .....	115
5.2	ETAPA 2 – DEFINIÇÃO DA TESE DE CAPTAÇÃO.....	116
5.3	ETAPA 3 – BUSCA DE PARCERIAS .....	118
5.4	ETAPA 4 – APROXIMAÇÃO .....	119
5.5	ETAPA 5 - NEGOCIAÇÃO.....	119
5.6	ETAPA 6 – FECHAMENTO DO INVESTIMENTO .....	121
5.7	ETAPA 7 – PÓS INVESTIMENTO.....	121
5.8	ETAPA 8 – ACESSO AO NETWORKING .....	122

5.9	PROPOSTA DO <i>FRAMEWORK</i> e teste .....	123
6	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS	125
6.1	CONCLUSÕES.....	125
6.2	PROPOSTAS PARA FUTUROS ESTUDOS .....	128

## 1 INTRODUÇÃO

O rápido desenvolvimento da tecnologia da informação e das comunicações está revolucionando, desde o estilo de vida do ser humano até a forma de fazer negócio (ROSA; SUKOHARSONO, SARASWATI, 2019). O papel da empresa empreendedora como motor do crescimento econômico atraiu considerável atenção pública nos anos 90. Outros fenômenos, como a maior preocupação e conscientização sobre pequenas empresas chamaram atenção (BERGER; UDELL, 1998) e ainda hoje chamam (ROSA; SUKOHARSONO, SARASWATI, 2019).

Para as empresas, uma necessidade de sobrevivência, é de estarem inseridas em um ambiente econômico seguro e eficiente. As mudanças não são apenas técnicas, mas implicam mudança de cultura para novos modelos de negócios (ROSA; SUKOHARSONO, SARASWATI, 2019).

Nesse sentido, surgem as startups. Definidas, por Ries (2013) como uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. Nascem com objetivos díspares no contexto mundial e empresarial em que são criadas e desenvolvidas (ARRUDA et. al, 2012). Por consequência, exibem características particulares, como diferentes formas de investimento e parcerias e, deixam evidente o empreendedorismo, em manifesto crescimento, o que suscita curiosidade e interesse do governo, empresas e indivíduos (ABREU; CAMPOS, 2016, p.10)

São inúmeros os desafios enfrentados pelas *startups*, bem como inúmeras são as fragilidades que elas apresentam. Segundo pesquisa realizada pela CBInsights (2018), com empresas “*post-mortems*” que falharam na sua inicialização (ABSTARTUPS, 2018), são apresentados os 20 principais motivos para os equívocos, que vão desde a falta de adequação ao mercado de produtos à desarmonia da equipe. As causas mais enfáticas de falha, dentre elas o nascimento da startup para solucionar o que não existia, seguido por dificuldade financeira e pelo fato de não ter o time certo. Segundo pesquisa realizada pela Fundação Dom Cabral em 2012, são três os aspectos significativos à sobrevivência das startups: número de sócios envolvidos, volume de capital investido e o local de instalação da *startup* (ARRUDA et. al., 2012). Draper (2012

apud KLEIN et. al, 2017) ainda ressalta que, a qualidade e a reputação dos financiadores são mais importantes que o dinheiro a aportar.

Entende-se, assim, que os recursos financeiros sempre estão envolvidos no ciclo de vida das startups e bastante relevante no sucesso ou, na falta, fracasso destas (PASCHEN, 2016). No entanto, outros recursos, sejam relacionais ou de gestão são necessários, de fontes internas ou de terceiros, para auxiliar na transformação da ideia em realidade.

Segundo censo realizado de julho a dezembro de 2017 pela StartSe, 91,8% das startups indicaram ter como fonte principal de recursos o capital próprio dos sócios (STARTSE, 2018). No Estado de Santa Catarina, ecossistema de inovação campo de estudo para esta pesquisa, 70,97% das empresas são formadas apenas pelos seus sócios fundadores (SEBRAEa, 2018), fato que pode mostrar a dependência destes tanto de recursos financeiros, quanto mão de obra para as startups. Muitas vezes os empreendedores não suportam integralmente a execução de suas ideias e, assim, a captação de recursos torna-se inevitável. Aumentando a dificuldade das startups em sua fase inicial, as opções de recursos disponíveis a elas neste estágio são escassas e compreendem primariamente os fundadores, a família e os amigos (PASCHEN, 2016). Um dos recursos aportados a startups, *venture capital* (VC), nada mais é que o recurso de terceiros em troca de participação acionária para financiar empreendimentos no seu estágio de criação ou desenvolvimento inicial (WETZEL JR., 1983).

No entanto, Mitra e Euchner (2016), afirmam que o modelo de VC cabe a empresas que vão crescer há uma taxa exponencial, que tratam de oportunidades de mercado muito grandes e com mercados disponíveis que somam milhões. Porém, o perfil de empreendedores que está inserido neste universo, compreende apenas 1% das startups. A pergunta que fica é: “o que acontece com o universo de 99% restante?”, ressaltando a importância de voltar o olhar a outras formas de financiamento e as empresas em seus estágios iniciais (MITRA; EUCHNER, 2016).

Segundo Carioni (2017), dentre as opções existentes, VC não é a única e talvez também não seja a melhor alternativa para as startups, especialmente, nos estágios mais iniciais do empreendimento, em que a captação de recursos também é crítica e necessária. Além do tipo de recurso, as fases



correspondentes ao ciclo de vida das startups também definem qual o tipo de investimento pode ser acessado (VAN DER VEM et al, 1984, p. 91).

O estudo de Silva e Sarfati (2016) que teve como objetivo identificar quais foram os principais fatores para que os investidores (venture capital) e os investidos (startups) decidissem por desenvolver uma sociedade, converge para os fatores levantados pela CBInsights, que não só problemas financeiros são causas de fazerem startups falharem, mas também fatores humanos e relacionais. No entanto, mesmo sendo causas de falha, por vezes, esses fatores também são importantes para o *matching* entre investidores e investidos. Ghobril et. al. (2006), já tinha tido o intuito de compreender o processo decisório, que envolve a captação de recursos no mercado de VC, além de abranger os benefícios potenciais e dificuldades enfrentadas pelos empreendedores durante a negociação com os investidores.

Os estudos citados levam em consideração VC e, portanto, omitem grande parte das empresas em seus estágios iniciais. Este estudo procura ir além, propondo investigar a seguinte pergunta de pesquisa: quais aspectos podem ser utilizados por empreendedores de startups em estágios iniciais na avaliação e escolha de investidores anjo?

## 1.1 DESCRIÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA

Por se tratarem de negócios inovadores e com elevado grau de incerteza, as startups dependem, muitas vezes, de investimentos que vão além dos recursos dos próprios fundadores (SPINA, 2015 apud KLEIN, 2017). No entanto, o acesso ao crédito é ainda mais complexo nas fases iniciais de crescimento das empresas, quando os recursos gerados pela própria startup são insuficientes, com a concessão do crédito restringida pelas enormes dificuldades de encontrar instrumentos adequados de financiamentos às novas empresas (VEDOVELO et al., 2001).

Ainda segundo Vedovelo et. al (2001), o mercado de crédito bancário torna-se de difícil acesso, pois além da restrição de recursos, há ainda problemas com os custos administrativos, que são maiores quanto menor é o valor emprestado, o que desestimula a obtenção. Já por parte das empresas, a escassez de registros contábeis e de informações financeiras dificulta as

análises para concessão de crédito, sendo o problema agravado ainda pela falta de garantias (SCHMIDT, HOFFMANN, 2019). Ressalta-se por conta desse fato, a importância de outras fontes alternativas, como, por exemplo, recursos de família e amigos, investidores anjos, venture capital e auxílio de aceleradoras e incubadoras e em que momento eles podem ser úteis no ciclo de vida das startups.

Embora existam iniciativas para criar e desenvolver o ciclo de vida das empresas inovadoras no contexto brasileiro, como as aceleradoras de empresas e incubadoras, há ainda muito a saber sobre o processo de investimento em startups. Recentemente, Carioni (2017) elaborou um *framework*, com objetivo de entender como os investidores anjo escolhem as empresas que receberão os investimentos. Ao final, confirmando o fato de que os investidores anjo aportam mais do que recursos financeiros, como expertise, network, cujo impacto causado é maior do que simplesmente o aporte financeiro, conclui que a etapa mais crítica é a habilitação do empreendedor com capacidade de transformar a ideia em realidade.

Por outro lado, os critérios de escolha das startups que buscam investimentos e investidores também demandam mais estudos. Ainda em 2006, Ghobril et. al. (2006), analisaram o processo de decisão dos empreendedores por VC, em empresas de tecnologia, concluindo que envolve etapas desde a formação do negócio, passando por buscas de parcerias, até novas rodadas de negociação. Algumas sugestões foram feitas na época para que futuras investigações analisassem empresas de outros segmentos e as de menor porte, haja vista que esta foi baseada em empresas em estágio mais avançado, com alto capital investido (GHOBRIIL et. al., 2006). Algumas conclusões do estudo são importantes e merecem destaque, como os relacionados a recursos financeiros, pelo fato de que houve a tentativa de financiamento por meio de bancos, mas por não ter garantias, não encontraram linhas adequadas; que iniciaram negócio com capital próprio e após incubadoras ou investidores anjo aportaram recursos; foram procurados ou procuraram *Venture Capitalists* com muitas exigências, mas dispostas a correr riscos.

Já no que se trata de recursos relacionais, dentre as conclusões estão o fato de a escolha do perfil do parceiro escolhido ser aquele que deu suporte financeiro e/ou de gestão além de que personalidades empreendedoras e bem-

sucedidas influenciarem na tomada de decisão. Além disso, concluiu-se que o conhecimento mútuo se dá durante o longo período de negociação, em que ambas as partes analisam todos os aspectos envolvidos no negócio. Embora o estudo traga alguns itens do processo decisório à tona, é importante ressaltar que não considerou o ciclo de vida das startups e nem separou conclusões, sucessos e insucessos nas fases que se seguiram ao longo da vida da startup, deixando também lacunas na análise e permitindo novos estudos.

Ao arriscar-se em um negócio próprio de muitas incertezas, as decisões precisam ser pautadas em critérios racionais e, pensando nisso foi que no estudo conduzido por Botelho e Jonathan (2006), observou que os empreendedores buscam mais do que recursos financeiros quando assumem novas parcerias com investidores e, não conseguem perceber fatores negativos nessa nova parceria. Algumas preocupações, entretanto, surgem, como redução da flexibilidade na gestão.

Em um estudo mais recente, de Silva e Sarfati (2016), algumas conclusões ainda continuam pertinentes, reforçando que a tomada de decisão dos empreendedores, depende de elementos econômicos, jurídicos e sociais. A pesquisa destaca que há necessidade de os investidos saberem o que realmente esperam de seus negócios, referindo-se, basicamente, à visão estratégica e ao modelo de financiamento, antes de prosseguir com qualquer investidor. A busca por capital não é o principal fator de escolha de uma VC, sendo bastante destacado o relacionamento entre as partes, corroborando Ghobril et. al. (2006) e Botelho e Jonathan (2006), o que os autores chamam de esperar um “coempreendedorismo”. Mais uma vez, vale lembrar que a análise nestes estudos foi feita somente com empresas investidas por VC.

Percebe-se que os estudos disponíveis na literatura com foco em tomada de decisão, seja por parte dos empreendedores ou dos investidores, estão bastante focados em VC. Este tema é mais amplamente estudado por estar ligado ao financiamento empresarial, o qual desperta interesse de analistas e formuladores de políticas pela facilidade de obtenção de dados (DANIELS et. al, 2016). Muito embora o VC tem sido amplamente difundido e com bastante foco nos estudos, um nicho muito grande de empresas fica desassistida por recursos e até mesmo pela literatura e políticas que possam fomentar ainda mais os negócios em seus estágios iniciais, pois o venture capital acaba ocorrendo em

etapas posteriores do ciclo de vida das empresas. Em Santa Catarina, 69,35% das startups afirmaram não ter buscado investimento externo (SEBRAEa, 2018). Outro dado interessante é que segundo o *Global Entrepreneurship Monitor (GEM)* (2016), em média 60% dos empreendedores brasileiros consideram a dificuldade de acesso a recursos financeiros como um fator limitante a abertura e manutenção de novos negócios, sendo essa uma barreira persistente e considerável.

Houve avanços na construção de modelos teóricos para explicar o processo e os critérios pelos quais as novas empresas obtêm recursos (DANIELS et. al, 2016). Mas ainda há certamente falta de estudos descritivos sobre casos em que o VC não é utilizado, que parecem ser a grande maioria dos investimentos e nos quais o IA se destaca. (HERRERA, 2014).

Dessa forma, torna-se importante explorar os motivos de escolha dos empreendedores por seus investidores anjo com objetivo de identificar quais os principais problemas enfrentados ou benefícios angariados em cada fase do ciclo de vida. Esta pesquisa tem como tema focal o intuito de identificar, com vistas aos estágios iniciais, quem são os investidores anjo, em quais fases se apresentam e quais fatores devem ser utilizados pelos empreendedores para selecionar e escolher investidores anjo. Ressalta-se o fato de que essa dissertação está focada na elaboração de um *framework* para auxiliar os empreendedores na tomada de decisão para a escolha de um investidor anjo compreendido nos estágios iniciais do negócio, mas sendo o pós investimento também relevante para identificar se o processo foi assertivo e, pelas lições aprendidas, auxiliar a melhorar o processo e outros empreendedores

Assim, um *framework* será estabelecido, deixando mais evidente os pontos em que os investidos não podem perder de vista ao escolher seus investidores e seus investimentos.

## 1.2 OBJETIVOS

Após apresentar o contexto em que a pesquisa será elaborada, e as questões de pesquisa, torna-se importante a definição de objetivos, para nortear o desenvolvimento da dissertação. Neste item descreve-se o objetivo geral e os objetivos específicos da pesquisa

### 1.2.1 Objetivo Geral

Elaborar um *framework* de apoio a decisão de empreendedores de startup em fase inicial para escolha de investidores anjo.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Caracterizar a modalidade de IA e o estágio de desenvolvimento das startups no momento do investimento;
- Descrever os critérios de escolha e avaliação de investidores anjo realizado pelos empreendedores no momento do aporte.
- Analisar os fatores positivos e negativos do processo de escolha de investidor anjo por empreendedores de startups.
- Elaborar um conjunto de proposições de apoio a decisão para escolha dos investimentos em startups, a partir dos dados obtidos.

## 1.3 CONTRIBUIÇÃO DO TRABALHO

Uma das primeiras contribuições do estudo vislumbradas é que mais estudos sobre as fases iniciais das startups estejam disponíveis para orientar empreendedores desde o início da trilha do investimento. O Brasil encerrou o ano com cerca de 2.5 milhões de novas empresas, sendo que 81,4% destas são microempreendedores individuais. Somente no Estado de Santa Catarina, de 2015 a 2017, o número de empreendedores aumentou 5% somente, além de que mais de 50% das empresas de tecnologia existentes (total de 12.635), foram fundadas entre 2012 e 2017 (ACATE, 2018). Estas, podem ser diretamente beneficiadas pela pesquisa.

Identificar, além disso, que tipo de recursos, financeiros ou não, necessitaram em cada uma das fases e, em que fase do ciclo de vida se encontravam ou se encontram as empresas no momento do investimento com o intuito de que menos tempo seja desperdiçado no início do seu ciclo de vida. O número de empresas em Santa Catarina que ainda não buscou investimentos externos soma 69,35% (SEBRAEa, 2018), mostrando o potencial da pesquisa

para esclarecer aos empreendedores onde podem buscar esses investimentos e investidores.

A elaboração de um *framework*, além disso, tem a intenção de mostrar pontos positivos e negativos dos investimentos anjo, que permitirão antecipar situações que podem ser potencializadas ou evitadas pelos empreendedores. Com isso, o profissionalismo das relações entre empreendedores e investidores anjo poderá ser melhor exercido, não deixando com que o passar do tempo decida se serão benéficas ou não. Dessa forma, a pesquisa servirá como orientação para formação de novas sociedades e, para consultores, orientadores e empreendedores, estar diante do *framework* de tomada de decisão será o norte a seguir.

Permitir o entendimento dos investidores, do que buscam, como se comportam as startups no momento de decidir por um investidor ou investimento também será de extrema valia, a fim de que o encontro de ideias e propostas sejam mais assertivas no momento de selar parcerias.

Haja vista as lacunas deixadas pela literatura, o estudo também permitirá ofertar novos conhecimentos e parâmetros de análise a futuros estudantes do tema em questão.

Para o Pesquisador, o estudo acrescenta e complementa conhecimentos da atuação profissional na consultoria a negócios iniciantes, principalmente no que tange a área de investimentos financeiros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção considera a base teórica que sustenta a dissertação. Inicialmente serão abordadas as startups de forma ampla, considerando também o empreendedorismo bastante conectado a elas, bem como a inovação, com foco bastante importante em investimentos, investidores e empreendedores. Após, são considerados autores importantes que discorrem sobre o ciclo de vida das startups, com o intuito de estudar o estágio inicial das startups. Adiante, trata-se de um dos investidores mais importante do estágio inicial, o investidor anjo. Esta seção também traz dados importantes sobre o ecossistema de inovação catarinense, campo de pesquisa para este estudo.

### 2.1 STARTUP

A Startse (2017) acredita que há um caminho principal para transformar a economia tradicional em uma nova economia, que engloba empreender, investir em startups, inovar nas corporações e ficar capacitado e conectado para essa nova economia. Por ser a startup motor propulsor para alavancar essa nova perspectiva econômica, entende-se que todo o ecossistema deve estar voltado e inserido para essa transformação.

Para Stubner, Wulf e Hungenberg (2007 apud SILVA, 2017) as startups empreendedoras são todas empresas novas, que tentam entrar, ou algumas vezes criam, novos mercados com produtos ou serviços inovadores. Para Blank e Dorf (2012 apud SILVA, 2017), a startup é uma organização temporária em busca de um modelo de negócio repetível e escalável. Entende-se que, desta forma, são incluídas também causas de cunho social que pode ser constituída de pessoas em prol de um bem em comum, também sobre condições de extrema incerteza (VASCONCELOS; MALAGOLLI, 2016)

Van de Ven et. al. (1984) está entre os estudiosos que considerou o *background* da criação de startups sobre três abordagens: empreendedora, organizacional e ecológica. A perspectiva empreendedora concentra-se nas características individuais e antecedentes do fundador. Já a perspectiva organizacional olha para o planejamento e o processo inicial de desenvolvimento de uma nova organização. Tomar as pessoas da organização como unidades de

análise e, por meio delas, examinar a estrutura, política, condições econômicas como forma de criar organizações é a abordagem tratada pela perspectiva ecológica.

Salamzadeh e Kesim (2015) corroboram ressaltando que as startups raramente são foco de teorias específicas, mas que implicitamente algumas são consideradas como “teorias de startups” e as categorizam em áreas, sendo organização, gestão e empreendedorismo. Assim, o empreendedorismo torna-se chave central para entender o desenvolvimento das startups. Ries (2018) diz que é preciso ir além e enxergar o empreendedorismo como disciplina básica de uma empresa moderna, pois tem o papel único de proteger o “DNA de startup” das organizações.

A pesquisa do empreendedorismo não foi contínua, alternando períodos de interesse acadêmico e outros de desinteresse, sendo identificados três períodos distintos: a referência inicial vem dos economistas do século XVIII, os conceitos e contexto de Schumpeter e Knight no início do século XX e a explosão de pesquisadores desde 1980 (HERRERAS, 2014).

Não existe uma definição clara do que é um negócio empreendedor. No entanto, o ato de inovar que beneficia os recursos existentes com nova capacidade de produção de riqueza é fundamental para conceituá-lo (DRUCKER, 1985 apud AMIT et. al, 1990). É reconhecido como um processo de busca de oportunidades sendo que em cada fase do processo todas as variáveis de nível individual, interpessoal e grupal, bem como de nível social desempenham papel importante, uma vez que podem influenciar todas as ações e decisões tomadas por empreendedores (BARON; SHINE, 2007),

Para Dornelas (2008 apud VASCONCELOS; MALAGOLLI, 2016), o envolvimento de pessoas e processos que, em conjunto, levam à transformação de ideias em oportunidades é o empreendedorismo. E a perfeita implementação dessas oportunidades, leva à criação de um negócio de sucesso. No entanto, como mensurar a performance das startups jovens? Certamente difere das medidas tradicionais. Em negócios mais maduros a medida é geralmente lucratividade. Novos negócios não tem um histórico de lucro por conta dos poucos anos. E, considerando as chances de pouca sobrevivência das empresas mais jovens, permanecer na atividade já é uma grande medida de sucesso. Porém alguns critérios são apontados somente para enquadrar as



empresas em baixa e alta performance. São eles: crescimento, que incluem vendas anuais, número de empregados, e consumidores, independência do patrocinador (percentual de vendas do patrocinador) e avaliações subjetivas do principal da empresa e clientes, por exemplo (VAN DE VEN et. al., 1984).

Para Amit et. al. (1990) o conceito de atividade empreendedora tem como centro a habilidade do empreendedor (talento, habilidade, experiência, ingenuidade, liderança, etc.) para combinar ativos tangíveis e intangíveis nos novos caminhos a implantar para atender as necessidades dos clientes de uma maneira que não possa ser facilmente imitada. Essas habilidades são conhecidas pelo empreendedor, mas dificilmente pelos investidores. Essa inabilidade de acesso ao *core* dos empreendedores pode afetar a decisão de ambos, tanto do investidor quanto do empreendedor.

O empreendedorismo envolve a combinação de dois fatos importantes: a presença de oportunidades lucrativas e indivíduos empreendedores (SHANE; VENKATARAMAN, 2000, p. 218).

Schumpeter (1982), destaca acima de tudo, a importância do empreendedor, pois, segundo ele, o sucesso do negócio depende da intuição, da capacidade de ver as coisas de uma maneira que posteriormente se constatarem verdadeiras, mesmo que seja difícil perceber o fato essencial e os fatores que nortearam a ação.

Empreendedor também é visto como alguém que estabelece uma nova organização. Esta definição implica algumas divergências, pois não qualifica as oportunidades, levando a confusão por não identificar se o motivo de sucesso se dá por conta de indivíduos, que de fato seriam os empreendedores ou se é por conta da qualidade das oportunidades (SHANE; VENKATARAMAN, 2000, p. 218). Por mais instrutiva que seja a literatura não oferece uma teoria preditiva do comportamento, bem como orientação para a prática (AMIT et. al, 1990).

O empreendedor é, frequentemente, limitado pela riqueza e precisa obter financiamento externo para perseguir oportunidades, tornando o financiamento fundamental para o processo de empreendedorismo (SHANE; CABLE, 2002). Segundo o GEM (2016), a dificuldade de acesso a recursos financeiros é considerada, por 60% dos empreendedores, como fator limitante para abertura e manutenção de novos negócios. É ele quem escolhe qual o nível de esforço que está disposto a aplicar, o investimento de capital necessário para formar

empreendimentos e realizar um retorno incerto. Assim, o tamanho da recompensa final é uma função da capacidade do empreendedor, do nível de esforço despendido e do capital investido (AMIT et. al., 1990).

Klein et. al. (2017) lembram que para construir uma grande empresa, deve-se primeiro transformar uma grande ideia em um grande produto (KLEIN et. al., 2017). Mitra e Euchner (2016), enfatizam que a construção orgânica da empresa é possível. Para tanto, o empreendedor precisará descobrir como criar ou fornecer os produtos/serviços com equipes enxutas e que recompensem os investimentos. As receitas serão as principais financiadoras do negócio. Não só pelo fato dos recursos, mas por mostrar viabilidade, engajamento e comprometimento dos empreendedores.

Em países como os Estados Unidos a cultura de investimentos, mesmo que com alto risco é presente e age como importante motor do desenvolvimento econômico de empresas nascentes. Empresas que foram investidas apresentam crescimento operacional maior do que quando comparadas as não investidas (CHEN et. al. 2009).

Diferente das organizações empresariais já estabelecidas, as startups possuem duas capacidades predominantes: as de transação e de desenvolvimento. Ainda, analisou-se que, inicialmente, as startups desconsideram aspectos de gestão, pois passa a ser relevante na medida em que os processos existentes se tornam mais complexos. Inicialmente, também consideram que um plano de negócios estabelecido é desnecessário, haja vista o contexto dinâmico que está inserido, tanto para aquelas que já tem produto/serviço bem estabelecido, quanto para aquelas que ainda não tem pois, qualquer alteração implicaria reescrevê-lo várias vezes (DULLIUS; SCHAEFFER, 2016). Enquanto nas empresas tradicionais é estudada a viabilidade do negócio, para depois ser colocado em execução, nas startups, acontece basicamente por tentativa e erro (FIGUEIRA et. al, 2017).

É extremamente importante às startups, pelas peculiaridades que tem, o desenvolvimento de mecanismos e ferramentas que suportem o seu crescimento, dado o poder da transformação e dinamização da economia e criação de valor que possuem. Apesar do alto risco, as startups lidam com a necessidade de nível de performance elevado para que o retorno esperado em relação aos investimentos captados seja possível (MAIA, 2018). A performance

elevada passa pelas mãos de pessoas capacitadas, sendo considerado um dos fatores mais complicados, pois com orçamentos restritos, com dificuldade de acesso a capital, os salários da equipe são mais baixos, sendo um dos motivos de não reter talentos (STARTSE, 2017).

A média de idade dos fundadores de startups é de 33,64 anos, contrariando um pouco o mito do jovem empreendedor, de 20 anos. Quando se considera a equipe de trabalho das startups 27,7% têm somente seus fundadores como membro e 80% tem até 5 pessoas, além dos fundadores. O perfil dessas equipes demonstra um certo equilíbrio, sobressaindo um pouco o perfil técnico (58%) sobre o business (42%) (STARTSE, 2017).

A Associação Brasileira de Startups (Abstartups) tem, no ano de 2018, mais de quatro mil empresas associadas e em torno de 40 mil empreendedores cadastrados. Esse número significativo torna o Brasil um dos países mais empreendedores do mundo, referente ao quantitativo de startups, em relação a países da América do Sul e também países que compõem o grupo político de cooperação BRICS (Rússia, Índia, China e África do Sul, Brasil), com exceção da Índia (SCHIMITZ, 2017).

Porém, apenas 1,8% dos novos negócios estabelecidos no Brasil possuem alta taxa de crescimento, utilizando como referencial o indicador de geração de mais de 20 postos de trabalho após 3,5 anos de vida. A média global de negócios com alta taxa crescimento é de 6,0% (AUTIO, 2007).

Segundo o GEM (2016), em torno de 60% dos empreendedores brasileiros consideram a dificuldade de acesso a recursos financeiros como um fator limitante a abertura e manutenção de novos negócios, indicando que essa é uma barreira persistente e considerável.

## 2.2 CICLO DE VIDA DAS STARTUPS

Neste tópico tem-se a intenção de compreender o ciclo de vida das startups, com o principal intuito de perceber como se comportam nas suas diferentes fases de existência

### 2.2.1 As diversas fases da vida de uma startup

Os estágios de desenvolvimento pelos quais uma organização passa, podem ser comparados ao ciclo de vida biológico de nascer, crescer, envelhecer e morrer (ADIZES; 1990). Estes estágios ou fases, associados ao ambiente corporativo/empresarial, fazem parte do ciclo de vida organizacional, sendo o estudo de cada fase de importância reconhecida, haja vista que para cada fase há estratégias mais adequadas, como é o caso da captação de recursos, a fim de serem mais competitivas num mercado cada vez mais dinâmico (SILVA, 2017).

Diversos *frameworks*, por meio do estudo do ciclo de vida organizacional, surgem no intuito de ajudar a entender o processo de crescimento pelos quais passa uma startup, as mudanças decorrentes deste, quando encontram seus mercados, seus clientes e, por consequência, seu próprio faturamento. Cada modelo oferece diferentes perspectivas do ciclo de vida, seja no enfoque dado, nas tarefas e sequência de etapas executadas. No entanto, a sequência de atividades e etapas podem variar entre elas (SALAMZADEH; KESIN, 2015).

Para Van de Ven et. al. (1984), são cinco os estágios identificáveis de evolução: 1) gestação, 2) planejamento, 3) serviços contratuais, 4) produto-proprietário, 5) multiproduto

O primeiro estágio, considerado como gestação, acontece quando os fundadores obtêm habilidades e experiências que os preparam para dar início aos seus negócios.

Já na fase seguinte, a de planejamento, compreende o período entre a decisão de iniciar o negócio e quando de fato o empreendimento entra em operação.

O terceiro estágio, de serviços contratuais, fase em que estes são firmados com seus clientes que seguem ao longo de suas vidas.

O estágio seguinte, chamado pelos autores de estágio produtos-proprietário, é o estágio em que os empreendedores, tendo seu primeiro produto começam a enfrentar os problemas e processos de marketing e logística.

E, no quinto e último estágio, denominado de multiproduto, inicia-se quando a empresa desenvolve, por segundo e, frequentemente, relacionado com o primeiro, outra linha de produtos.

Embora esses estágios aconteçam em ordem, não estão fortemente ligados a idade das empresas. E, embora as startups sejam diversificadas e complexas em sua natureza, sempre mantêm um ciclo de vida, cuja perspectiva holística se mantém (VAN DE VEN et. al.,1984).

Salamzadeh e Kesim (2015), apresentam os estágios dos empreendimentos relacionando-os com as formas de investimentos e investidores em cada um deles. O primeiro estágio, considerado como “Estágio *Bootstrapping*”, os investimentos são considerados baixos e compreendem normalmente esforços individuais, de famílias e amigos, bem como de investidores anjos. Nesta fase precoce da vida das startups o empreendedor inicia um conjunto de atividades a fim de que a ideia elaborada se transforme em um negócio rentável. No estágio seguinte, considerado “Estágio Semente”, os investimentos são um pouco mais elevados, compreendendo trabalho em equipe, passando a empresa pelo *valuation*, geralmente feito no final. Neste estágio é que acontece o desenvolvimento de protótipos e entrada no mercado, o investidor busca mecanismos de apoio como aceleradoras, incubadoras. O último estágio, chamado de “Estágio Criação”, compreendem altos investimentos, com a possibilidade de formar arranjos organizacionais. É a fase em que a empresa vende seus produtos e de fato entra no mercado, com os primeiros empregados. O capital de risco pode facilitar o estágio de criação. (SALAMZADEH; KESIM, 2015). Alguns estudiosos dizem que a fase do empreendedorismo acaba quando conclusa esta fase (OGORELC, 1999).

Para a StartSe (2018), existem 4 estágios: de ideação em que são incluídas as hipóteses, sem definição clara do produto, de validação, em que o negócio propriamente dito é melhor definido e um mínimo produto viável (MVP) é desenvolvido, cujo principal objetivo é evitar onerosos investimentos em algo que não se sabe ao certo se terá mercado. A próxima etapa, denominada de pilar de crescimento em que uma recorrência de venda já pode ser computada, tendo a equipe um envolvimento integral. A última etapa, a de escala, é só então onde a startup alavanca suas vendas.

Osnabrugge & Robinson, 2000 (apud Sekliuckiene; Vaitkiene; Vainauskiene, 2018) distinguem o desenvolvimento das startups em 4 estágios principais: 1) *seed*, 2) *startup*, 3) *early stage* e 4) *late stage*. O estágio *seed* começa quando o fundador do novo negócio tem a ideia de um negócio

potencialmente lucrativo, o qual inicia o seu desenvolvimento e prova a validade da ideia. A organização vai para o estágio startup quando o produto é submetido ao desenvolvimento e começa a ser inserido no mercado. No *early stage*, a organização vai gradualmente expandindo, produzindo e entregando seus produtos e serviços ao mercado. Frequentemente esse estágio leva menos de cinco anos e nem sempre é lucrativa. O *late stage*, é muitas vezes referenciado como a fase do desenvolvimento. Neste estágio a empresa já é madura e rentável e as chances de expansão são ainda maiores. Com um ritmo acelerado de crescimento a empresa pode entrar no mercado entre o sexto mês e o primeiro ano de operação em caso de sucesso.

Maurya (2012) identifica três principais estágios de vida de uma startup: 1) *problem/solution*; 2) *product/market fit* e 3) *scale*. O principal objetivo do primeiro estágio, como o nome sugere, é resolver um problema que tenha solução antes dos investimentos financeiros e de esforços começarem. O auge deste estágio, segundo a autora é o MVP. No próximo estágio, após definido o MVP, começa o processo de aprendizado sobre os consumidores e testar como as soluções resolvem os problemas. Segundo a autora, é nessa fase que se deve buscar investimentos, pois é neste momento que o empreendedor e investidor tem seus objetivos alinhados, ou seja, o de escalar o negócio, sendo por consequência atingir a última fase, que é tornar o crescimento internacional e tornar o modelo de negócio escalável.

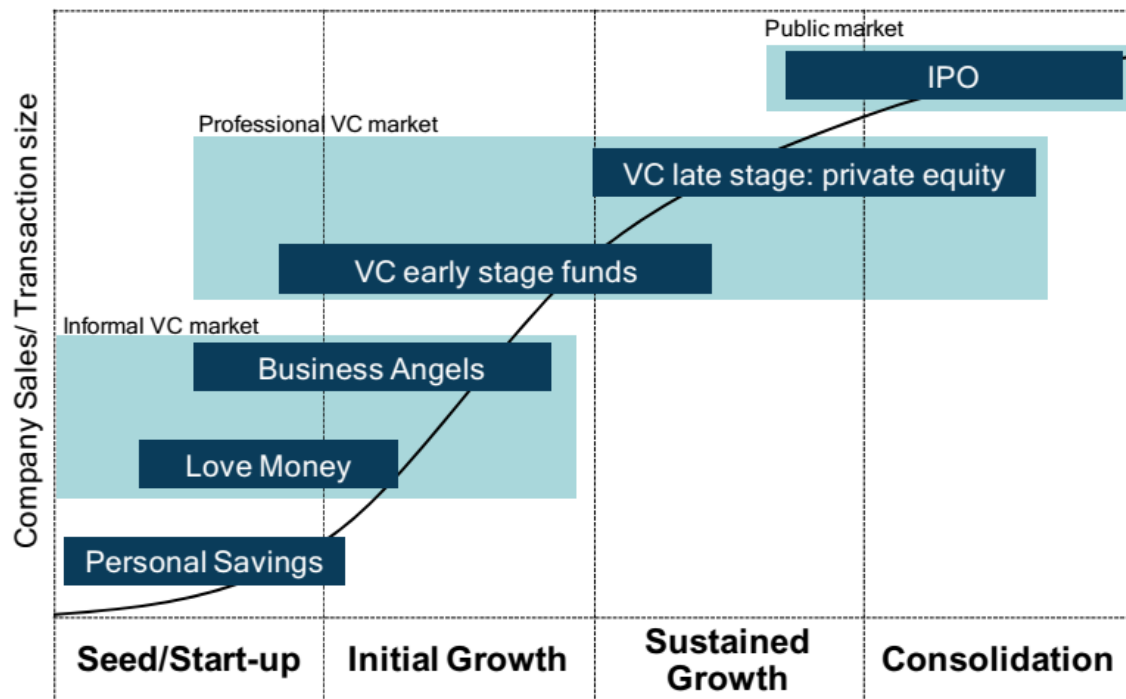
Blank e Dorf (2014), focam em quatro etapas principais para o modelo de negócio das startups: 1) Descoberta do cliente; 2) Validação pelo cliente; 3) Geração de demanda; 4) Estruturação da empresa. A fase 1 traduz a visão que o fundador tem da companhia, formulando várias hipóteses e estabelecendo várias experimentações para comprovar cada uma delas. Dessa forma o empreendedor vai às ruas para comunicar-se com os clientes, sendo esta ação a de maior peso para este estágio. Na segunda etapa busca-se a validação da existência de um modelo comercial. Nestas primeiras etapas, segundo os autores, atuam como um limitador dos recursos financeiros que uma startup aplica antes que o modelo de negócio seja testado e validado e haja condições para um aumento de escala. Na fase 3, é um momento voltado para escalabilidade e fidelização de clientes. Na última etapa, os empreendedores já

têm um negócio, em que se formalizam os departamentos, com suas missões estabelecidas, já tem um negócio comprovado, escalável e repetível.

Outro ciclo de vida conhecido foi apresentado no denominado Genome Startup que anunciou o projeto e realizou uma pesquisa para testar o *framework* elaborado sobre três aspectos: startups são envolvidas por discretos estágios de desenvolvimento em que cada estágio pode ser mensurado por ter marcos e limiares específicos; existem diferentes tipos de startups e cada tipo passa de forma diferente pelos estágios; o aprendizado é fundamental para o progresso das startups, ou seja, quanto mais aprendizado, mais chances de sucesso (MARMER, 2011). Mais de 650 startups responderam a pesquisa. Os estágios são: 1) Descoberta (5 a 7 meses); 2) Validação (3 a 5 meses); 3) Eficiência (5 a 6 meses); 4) Escala (7 a 9 meses); 5) Maximização de lucros; 6) Recomeço. A fase 1 valida a hipótese do empreendedor, com criação de protótipos para as soluções, seguindo para a fase dois, quando alguém já está interessado em dispender atenção ou trocar por dinheiro. Na terceira fase as startups refinam o seu modelo de negócios e melhoram o processo de compra dos consumidores. No quarto estágio as startups tentam impulsionar o crescimento agressivamente. Os dois últimos estágios estão bastante relacionados com o tipo de startup, portanto, sem poder prever tempo e características padrões que seguem (MARMER, 2011).

Herrera (2014) apresenta o ciclo de vida das startups em quatro etapas: 1) seed/startup; 2) Initial growth; 3) Sustained growth; 4) Consolidation. O estágio *seed* é frequentemente associado com o desenvolvimento de um plano de negócios formal o qual é usado como documento de venda, para obter IA. Depois que o produto é testado no mercado, surgem os demais estágios, buscando recursos para financiar, marketing e produção em longa escala. Em qualquer estágio os empreendedores podem preferir uma rodada de novos financiamentos com atuais acionistas a buscar novos (BERGER; UDELL, 1998) Herrera (2014) adapta o modelo de Berger e Udell (1998) e relaciona os tipos de investimento com estágio de desenvolvimento da empresa, deixando claro o ciclo de vida da empresa e o momento em que determinados recursos são utilizados, como mostra a Figura 1:

Figura 1 - Estágio de desenvolvimento da empresa correlacionado aos investimentos



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

Fica claro na figura o ciclo de vida e financeiro que as startups percorrem.

No Quadro 1, um resumo foi elaborado para perceber o ciclo de vida das startups segundo alguns autores, com o intuito de perceber o quanto são diferentes e como são tratados pela percepção de alguns autores:

Quadro 1 - Resumo dos estágios de vida de startups segundo alguns autores

Van de Ven et. al. (1984)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Gesta3o</li> <li>2) Planejamento</li> <li>3) Servi3os contratuais</li> <li>4) Produto-propriet3rio</li> <li>5) Multiproduto</li> </ol>
Salamzadeh e Kesim (2015)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Bootstrapping</li> <li>2) Semente</li> <li>3) Cria3o</li> </ol>
Startse (2018)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Idea3o</li> <li>2) Valida3o</li> <li>3) Pilar de crescimento</li> </ol>



	4) Escala
Osnabrugge & Robinson, 2000 (apud Sekliuckiene; Vaitkiene; Vainauskiene, 2018)	1) Seed 2) Startup 3) Early Stage 4) Late stage
Maurya (2012)	1) problem/solution 2) product/market fit 3) scale
Blank e Dorf (2014),	1) Descoberta do cliente 2) Validação pelo cliente 3) Geração de demanda 4) Estruturação da empresa
Marmer, 2011	1) Descoberta 2) Validação 3) Eficiência 4) Escala 5) Maximização de lucros 6) Recomeço
Herrera (2014)	1) Seed/startup 2) Initial growth 3) Sustained growth 4) Consolidation

Fonte: Elaborado pelo autora, 2019

Em sua dissertação, Silva (2017), como outros autores supracitados (SALAMZADEH; KESIM, 2015; MAIA, 2018), estuda diferentes autores que tratam do tema de ciclo de vida organizacional no intuito de chegar aos padrões das startups. No entanto, o autor constatou que startups possuem ciclos de vida específicos, que podem ir além dos estágios considerados pelos autores em estudo, ou podem omitir algumas das fases por eles consideradas.

Fica claro dessa forma a especificidade e necessidade de conhecer o ciclo de vida de startups para garantir as estratégias corretas em cada fase a fim de proporcionar longevidade.

### 2.2.2 Caracterização do estágio inicial

Além de ser importante o estudo das características que compõe o ciclo de vida de uma startup, para este estudo, é importante ainda delimitar as características do estágio inicial ou maturidade das empresas investidas. Amorim (2016), em sua tese, delimita da seguinte forma:

- Seed: financiamento neste estágio é geralmente para provar um conceito e construir um protótipo.
- Start-up: financiamento para desenvolvimento do produto e marketing inicial. As empresas neste estágio ainda não estão comercializando seus produtos.
- First-stage: as empresas neste estágio já começaram a vender seus produtos, mas como consumiram seus recursos iniciais, precisam de fundos adicionais pra aumentar a produção e vendas.

Por meio da pesquisa de Silva (2017), percebe-se que em todas as fases de desenvolvimento das startups, há investimento de capital próprio, sendo de maior proporção no estágio inicial. No momento da pesquisa, o autor relata que a maioria das empresas figurava no estágio nascimento, em que a empresa busca iniciar brevemente seu faturamento para honrar seus compromissos com funcionários, dívidas com fornecedores, governos, bancos, na busca de equilibrar o capital de giro. Com recursos limitados fica difícil a escalabilidade sem ajuda de parceiros (SILVA, 2017). Segundo o autor, pelo fato de serem startups, estarem um ambiente de extrema incerteza, poder levar um tempo maior para passar para a próxima fase, ou até mesmo por não sair dessa fase, por não concluir com sucesso o seu produto e mal ter iniciado sua operação de venda é que houve maior número de startups nessa fase.

As startups em estágio inicial buscam adquirir recursos, principalmente, com o intuito de buscar a legitimidade que precisam para ultrapassar o estágio de conceito para o de comercialização (ISLAM; FREMETH; MARCUS, 2018). No entanto, a utilização de estratégias depende dos requisitos de recursos específicos de cada estágio de desenvolvimento. Em estágios iniciais as startups ainda não comercializam produtos ou não tem uma carteira segura de clientes e, por esse motivo, parecem ter poucos sinais para avaliação, sendo esses

obtidos com a afiliação a instituições de terceiros, pois conferem os recursos tangíveis e simbólicos que precisam para garantir a legitimidade.

Como resultado, não é surpreendente perceber que a atenção acadêmica esteja voltada em sinalizar estratégias para startups em estágios mais avançados. O segmento institucional foi o que recebeu maior atenção da academia, sendo o segmento informal, em que os investidores anjo atuam, relativamente negligenciado, por conta disso o estudo de como acontecem os investimentos e a parceria entre investidores e investidos tem sofrido deficiências (HERRERA, 2014).

Além disso, as startups enfrentam várias identidades ao longo do ciclo de vida. Pela própria evolução, mas também para se moldar as necessidades dos provedores de recursos para serem potencialmente atrativas. Essa situação pode trazer uma confusão de identidade pela própria startup, além de confundir os financiadores que podem questionar a legitimidade causada pelo pluralismo institucional (ISLAM; FREMETH; MARCUS, 2018).

Empresas em fase inicial de crescimento tendem a captar recursos em mecanismos de menor formalidade, como, principalmente, os providenciados pelo próprio time da startup, como família e amigos prioritariamente, antes e depois do início da empresa. Já empresas em um estágio mais avançado de desenvolvimento buscam mecanismos com maior formalidade. Conforme a empresa vai crescendo, elas ganham acesso a recursos como de VC ou de instituições bancárias, atingindo o mercado de ações públicas. Ou seja, as empresas já consolidadas utilizam mecanismos mais complexos de controle e, por consequência, valores mais representativos se comparado aos estágios iniciais (BERGER; UDELL, 1998).

Pesquisa de Milanov e Shepherd (2013) mostram que a reputação dos primeiros parceiros influencia positivamente o futuro das companhias. Portanto, reforça a ideia de que a busca por investimentos a qualquer custo não garante a startup o seu sucesso.

### 2.3 MODALIDADES DE INVESTIMENTO VOLTADOS AO ESTÁGIO INICIAL DAS STARTUPS

Relacionado ao ciclo de vida das startups, estão as estratégias e os investimentos em cada etapa. Segundo Carioni (2017) os diferentes estágios do desenvolvimento da empresa exigem diferentes competências do empreendedor, ao mesmo tempo que apresentam diferentes oportunidades, dentre elas as de investimento.

Os investidores e os tipos de investimentos são classificados conforme tipo e estágio de desenvolvimento do negócio. Companhias com histórico de investimentos e avaliações expressivas tendem a buscar capital em mercados de ações públicas e negócios menores se utilizam do mercado informal. No entanto, cada segmento de capital de risco tende a se especializar em estágios de desenvolvimento específico dos negócios: mercado de ações públicas para negócios buscando a consolidação, venture capital atua em uma área ampla entre o *early stage* e aquisições e, finalmente, o venture capital informal somente no estágio seed e estágios iniciais de crescimento (HERRERA, 2014).

Segundo apresentado na *Figura 1*– há uma trilha de investimentos que podem ser seguidos conforme o estágio em que se encontram: *personal savings*, *love money*, *business angels*, nas fases iniciais, e após *venture capital* e IPO (*Initial Public Offering*), nas fases mais tardias de desenvolvimento de uma startup.

*Personal savings*, é o investimento feito pelos próprios empreendedores, com as reservas pessoais (HERRERA, 2014). *Seed capital*, ou capital semente, é uma boa fonte de recursos para empresas ou para novos negócios que estão em fase de desenvolvimento. Neste estágio inicial, os aportes financeiros ajudam, entre outras funções, na capacitação gerencial e financeira do negócio. O *seed capital* pode ser feito tanto por pessoas físicas quanto jurídicas (STARTSE, 2018). Cabe ainda ressaltar que quando se trata desse tipo de investimento, os recursos são geralmente levantados por um conjunto de investidores, que com o intuito de reduzir os riscos inerentes ao *seed capital*, montam fundos para captar recursos das diversas fontes (CEDIN, 2018), sendo o Criatec, por exemplo, de iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento Social – BNDES, um deles.

*Love Money* são recursos aportados em startups por de parentes, amigos ou conhecidos dos empreendedores, que variam de R\$ 50 mil a R\$ 500 mil (MOREIRA, 2011). VC é o termo usado para descrever todas as classes de investidores de risco (SARMENTO; COSTA, 2016). É uma modalidade de investimento utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação. O risco se dá pela aposta em empresas cujo potencial de valorização é elevado e o retorno esperado é idêntico ao risco que os investidores querem correr (STARTSE,2018).

Cada etapa da trilha do investimento dispõe de algumas modalidades para financiar uma startup, nos diferentes estágios do ciclo de vida. São diversas e podem ser conhecidas abaixo nos itens a seguir.

### 2.3.1 Self-funding/bootstrapping

*Bootstrapping* é definido como a utilização de dinheiro pessoal, reservas ou crédito para fundar o próprio negócio, recurso esse utilizado por quase 93% dos empreendedores nos EUA (WRIGHT, 2017). Os chamados *bootstrappers* geralmente são pessoas com paciência e paixão suficientes para fazer o negócio crescer (ABSTARTUPSa, 2018).

As escolhas do auto investimento nascem da realidade do empreendedor não conseguir recursos externos. Isso acontece geralmente por que não há interesse de outras companhias ou por falta de redes sociais para acessar o *private capital*. Este último é particularmente verdadeiro para mulheres e minorias, que podem carecer de conexões empresariais de alto nível (WRIGHT, 2017). Dentre as vantagens dessa modalidade também está o de utilizar o próprio faturamento para manter a startup, as finanças equilibradas, evitando dívidas resultantes de juros e investimentos (ABSTARTUPS, 2018). De baixo risco, pois qualquer dinheiro que se perca é somente dos fundadores e de nenhum financiador externo (WRIGHT, 2017). Outro benefício desse tipo de investimento está a de ter a própria cultura de valores da empresa (ABSTARTUPS, 2018). Além disso, caso o empreendedor financiar 100% do seu empreendimento, ele não precisa desistir de participações ou patrimônio futuro se seus negócios forem bem-sucedidos (WRIGHT, 2017)

Em contrapartida, o empreendedor que se autofinancia pode acabar extrapolando em suas finanças e, como resultado, colocar-se em uma situação precária, talvez culminando em falência (WRIGHT, 2017).

### 2.3.2 Friends, family, and colleagues

Membros da família, amigos e colegas pertencentes ao ciclo de relacionamento do empreendedor são enquadrados como atores do mercado informal (CARIONI, 2017).

Estima-se que mais de 50% dos empreendedores buscam recursos nesses três financiadores no estágio inicial de seus empreendimentos (DANIELS et al., 2016). Assim como o *bootstrapping* esse modelo também é viável para empreendedores que ainda não tenham conseguido acessar ou não queiram acessar o *private capital*.

O empreendedor, além disso, poderá obter taxas de juros mais favoráveis em seus empréstimos e, como benefício adicional os recursos aportados podem transformar os detentores em potenciais investidores e defensores da empresa (DANIELS et al., 2016).

No entanto, ao contrário do *bootstrapping*, os empreendedores podem ficar em dívida com esses atores e podem dever a sua família, amigos ou colegas uma participação na empresa se o negócio for bem sucedido, podendo colocar o empreendedor na difícil tarefa de lidar com esses atores, por esperarem desempenhar papéis importantes na empresa em troca de seu investimento (WRIGHT, 2017).

### 2.3.3 Bancos

Os bancos são uma importante fonte de financiamento em todas as regiões ao redor do mundo. As suas contribuições de financiamento variam de 25% dos empreendedores na África, na Ásia e Oceania e, até 30% dos empreendedores na América do Norte (DANIELS et. al., 2016). Vestir-se para uma entrevista de empréstimos bancários parece meio anacrônico para o

empreendedor disruptivo da atualidade. Entretanto não se deve descartar este modelo antes de pesar suas vantagens e desvantagens (WRIGHT, 2017).

Geralmente oferecem as taxas mais baixas que o autofinanciamento no cartão de crédito, por exemplo. Nos EUA, existem também instituições intermediárias como as *Small Business Administration* (SBA) que podem trabalhar como intermediários, garantindo um empréstimo bancário (WRIGHT, 2017).

No entanto, buscar um empréstimo bancário requer uma extensa documentação financeira, como fluxo de caixa comprovado, alta pontuação financeira individual, e garantias antes da aprovação de crédito para um novo negócio. Segundo relato de instituições bancárias, o custo de empréstimos de 50 mil dólares é equivalente ao de 1 milhão de dólares, com lucro menor (MILLS; MCCARTHY, 2014).

O alto investimento de tempo dos empreendedores bem como a falta de flexibilidade nos pagamentos de empréstimos bancários também são desvantagens dessa modalidade, além de que o não pagamento pode resultar em apreensões de ativos ou falência (MILLS; MCCARTHY, 2014).

#### 2.3.4 Aceleradoras

Aceleradoras, para Smith e Hannigan (2015), são instituições compostas por grupos de pessoas que fornecem muito além do que espaço e serviços de gestão. Oferecem mentoria e se envolvem intensamente com o grupo. O principal objetivo das aceleradoras, como o próprio nome sugere, é imprimir velocidade ao processo típico de startups, que para algumas todo o processo acontece em 3 meses, como a Y-Combinator, por exemplo. Ao final do programa, aceleradoras tem como característica o "Demo Day" em que os empreendedores podem lançar seus negócios na esperança de garantir mais financiamento. Em troca por esta oportunidade os empreendedores em geral abrem mão de um pequeno patrimônio, na faixa de 6% a 10% para o acelerador patrocinador. (WRIGHT, 2017).

Para Miller e Bound (2011 apud SARMENTO; COSTA, 2016) a vantagem de um programa de aceleração está em possibilitar o contato direto dos fundadores de startups com investidores experientes e outros profissionais de

*know-how* além de corroborar Barrehag et al. (2012 apud SARMENTO; COSTA, 2016) sobre a democracia de participação quanto ao processo de aplicação ser aberto a todos, porém, altamente competitivo. Combinadas com as oportunidades de networking construídas com o programa, essas vantagens tornam as aceleradoras mais atraentes a novos empreendedores (WRIGHT, 2017). Ideias como ciclos de incubação mais curtos, custos de investimento e estruturas menores ganharam a atenção de investidores que buscavam um modelo mais efetivo para o desenvolvimento de startups digitais. (BARREHAG et al. 2012 apud SARMENTO; COSTA, p. 70, 2016).

Parece que existe um claro benefício ao entrar em um programa de aceleração. Porém, a reputação do programa é uma vantagem considerável desse modelo e, à medida que a diminui, reduz significativamente a vantagem deste modelo (WRIGHT, 2017). Como desvantagens, pode-se citar uma certa competição entre as aceleradas por recursos ofertados pela aceleradora (RIBEIRO; PLONSKI; ORTEGA, 2015).

### 2.3.5 Empréstimo pessoa para pessoa

Empréstimo peer-to-peer (P2P) é um fenômeno recente e oferece ao empreendedor a oportunidade de obter financiamento de um financiador pessoal via uma plataforma online. Benéfico para empreendedores que buscam encontrar um pequeno empréstimo se comparado a instituições financeiras majoritárias (WRIGHT, 2017).

Por conta do risco envolvido os empréstimos P2P implicam altas taxas de juros. Além disso, nem todos os Estados tem aceitação legal desse tipo de financiamento. Como exemplo, a Lending Club, umas das plataformas mais reconhecidas e a Prosper recentemente aumentaram suas taxas de juros para 0,5% superior para os requerentes de alta qualidade, chegando a 7% ao mês e os de menor qualidade para 30% ao mês (CETERA, 2016).

Este fato, aliado ao aumento do *crowdfunding*, pode desafiar a viabilidade de plataformas P2P para empreendedores (WRIGHT, 2017).



### 2.3.6 Crowdfunding

É um fenômeno recente no ecossistema empreendedor. É uma forma de anunciar projetos ou negócios para uma rede global de potenciais investidores. E inspira-se nas ideias de microfinanças. Pequenas quantidades de dinheiro de um grande número de pessoas se somam. Essa modalidade geralmente é adequada para startups que estejam tentando fazer a ideia virar um negócio viável (PASCHEN, 2016). Em troca pelo investimento em seus projetos os empreendedores tipicamente oferecem algum tipo de recompensa não monetária aos investidores, que pode variar de um protótipo de um produto exclusivo, como uma peça de roupa ou um relógio ou até o primeiro acesso a um novo álbum de música ou filme (WRIGHT, 2017).

Ajuda a aliviar a crise de capital que muitas startups enfrentam. Muitas campanhas têm como objetivo levantar uma quantia relativamente pequena de dinheiro para um projeto ou evento único (MOLLICK; KUPPUSWAMY, 2016; apud PASCHEN, 2016).

A modalidade ainda oferece benefícios não monetários como a de validar uma ideia geral do negócio, se realmente resolve um problema do consumidor, redefinir o produto ou serviço para os potenciais clientes, recebendo deles feedback, promoção do produto ou serviço (PASCHEN, 2016).

O grande desafio da modalidade e dos empreendedores que dela se utilizam é de como convencer potenciais patrocinadores a financiar o empreendimento. Além disso, como uma possível desvantagem para alguns empreendedores está o fato de o montante arrecadado ser normalmente pequeno (PASCHEN, 2016).

### 2.3.7 Incubadoras

São organizações sem fins lucrativos, focadas no desenvolvimento econômico e, aproximadamente, um terço são afiliadas a universidades (COHEN, 2013). As incubadoras representam um modelo mais tradicional de investimento a partir de um projeto ou uma empresa que tem como objetivo a criação ou o desenvolvimento de pequenas empresas ou microempresas, apoiando-as nas primeiras etapas de suas vidas. O processo de incubação inclui

ajuda com a modelagem básica do negócio, ajuda com técnicas de apresentação, acesso a recursos de ensino superior, entre outros (STARTSEa, 2018).

As incubadoras recebem aluguel e taxas de empresas arrendatárias em troca de serviços de suporte administrativo e de espaço (MCCLUSKEY; ALLEN, 1990 apud COHEN, 2013). Várias delas também introduzem as incubadas a financiadores e conexões com consultores jurídicos, de transferência de tecnologia e de contabilidade (COHEN, 2013).

Quando as incubadoras são afiliadas a uma universidade, eles também podem fornecer serviços relacionados com propriedade intelectual; a universidade também pode usá-los para transferir conhecimento de membros do corpo docente para empresas que estão comercializando a propriedade intelectual da universidade (COHEN, 2013).

Algumas facilidades que as incubadoras oferecem aos empreendedores pode não ser pertinente ao que as empresas nascentes na verdade precisam. Por exemplo, empreendimentos podem sobreviver dentro de uma incubadora, mas não fora e, portanto, de uma maneira não ideal para o mercado. (COHEN, 2013).

Embora a sobrevivência possa parecer atraente, mas se a empresa inevitavelmente falhar, os recursos que ela utilizou poderiam ter sido utilizados por esforços mais frutíferos. Além disso, se o empreendimento está sendo protegido por forças do mercado, pode estar perdendo um feedback importante do mercado, permitindo que possam se adaptar. A adaptação antecipada é fundamental para as empresas de estágio inicial, antes de se tornarem rígidas com a idade, o que ocorre naturalmente (COHEN, 2013).

Há outra modalidade de investimento com características de incubadoras, aceleradoras e venture capital chamado de *building capital*, sendo que fornece todo o planejamento estratégico, a captação de recursos financeiros e humanos e estrutura física. Construir um negócio é o objetivo de uma *venture builder* e não apenas um produto. Geralmente a participação de uma *venture builder* numa startup é grande, chegando a até 80% da estrutura acionária na fase inicial (STARTSEa, 2018).

### 2.3.8 Micro Venture Capital

Micro VC é geralmente usado para descrever a rodada de investimento que empresas buscam depois da sua rodada *seed*, porém antes da primeira rodada com investidores fundo de venture capital, conhecido como “Series A” (KELLY, 2019).

As empresas da fase micro VC são mais consolidadas que empresas recém-lançadas e, portanto, possuem equipes mais sólidas e completas, um produto bem desenvolvido e já comercializado, bons resultados, muitas vezes já atingiram o *break even*, além de terem um mercado validado. Por esse motivo, o risco do investidor de micro VC é menor que o do investidor anjo. A avaliação da empresa é mais concreta, visto que os resultados são tangíveis. Dessa forma, conseguem chamar atenção de empresas de venture capital (KELLY, 2019).

E o que realmente diferencia essa modalidade das demais é o estágio de desenvolvimento. Geralmente são fundos que investem no máximo R\$ 800 mil por startup, sendo comumente liderados por investidores anjos bem-sucedidos, empreendedores ou empresários que já realizaram gestão em outras empresas (KEPLER, 2017).

Essa não deixa de ser também uma inovação no mercado financeiro, surgiram para preencher uma lacuna no mercado de investimento de startups em estágio inicial, fato que também exige investidores diferenciados (KEPLER, 2017).

## 2.4 INVESTIMENTO ANJO

Investidores de capital de risco são essenciais para o crescimento dos negócios, principalmente em estágios iniciais (MASON, 1996). No entanto, alguns gaps de investimentos para as pequenas empresas, por suas particularidades acontecem (WETZEL, 1983). Porém, segundo Wetzel (1983) os gaps são mais aparentes do que real, por conta dos investidores anjo.

Investir em startups no Brasil ainda não é algo natural. No entanto, isso não quer dizer que as perspectivas não são promissoras. A maior parte dos investidores aposta entre 1 e 5 empresas, segundo censo da StartSe (2017). Quando o assunto é valor investido, uma fatia representativa de investidores

(34%) investiu uma faixa de R\$ 100 mil a R\$ 500 mil, 31% investiu até 100 mil, 13% de R\$ 500 mil até R\$ 1 milhão e 14% acima de R\$ 1 milhão (STARTSE, 2017). Entende-se, dessa forma, pela quantidade de recursos investidos, que o perfil de investidor brasileiro, em sua grande maioria, está centrado em ser investidor anjo, uma vez que o investimento por fundo se dá na casa dos milhões (STARTSE, 2017). Há uma tendência, segundo a pesquisa, de o número de IA ser ainda mais relevante, pois, por meio da aprovação da Lei complementar 155/2016, o investidor anjo é protegido contra possíveis passivos que a startup possa ter, fato que antes poderia impedir novos investimentos.

Wetzel (1983), define investidor anjo como:

Investidores que preenchem o que os outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica; capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco (WETZEL, 1983, p. 23)

Nem todo capital informal é preenchido por investidor anjo. Ele representa uma pequena parcela. Segundo Reynold (2004 apud HERRERA, 2014) 53% do capital investido em negócios recentes nos EUA vem de parentes, 38% de amigos e colegas e apenas 8% de investidores. A importância do mercado informal de capital de risco não é somente por conta do seu tamanho e potencial inexplorado, mas também por ser considerado *smart money*, denominação dada aos investimentos anjos, pois a maioria dos investidores anjo tem valor agregado, pois colocam a disposição suas habilidades comerciais, experiência empreendedora, conhecimento de mercado e uma ampla rede de contato (MASON, 1996). É também uma das formas de proteger o seu investimento (MASON, 1996). É amplamente aceito que a experiência como empreendedores contribuirá ao negócio investido e adicionará valor pelo seu envolvimento, o que torna o investidor anjo mais valorizado se comparado a família (HERRERA, 2014).

IA não incluem recursos de amigos, família e fundadores (WETZEL, 1983; MASON, 1996). Um amigo ou um colega é alguém que tem uma ligação forte com o empreendedor e, então decide investir, ao menos, em parte, por um viés emocional. Mas o IA, em muitos casos, conhece o empreendedor

antecipadamente ou decide investigar o negócio baseado em referências pessoais a partir da sua rede de networks (HERRERA, 2014).

São indivíduos de alta renda que identificam e financiam empresários em troca de capital (WETZEL, 1983; ELITZUR, GAVIOUS; 2003; SMITH; HANNIGAN, 2015) na faixa de 15% de uma nova companhia (WRIGHT, 2017). Investem em empresas com missões nas quais acreditam ou em indústrias nas quais eles têm muito conhecimento para fornecer orientação, além de auxiliar na implementação de novos negócios, pois poderá auxiliar sobre como aumentar os investimentos e buscar novos parceiros (SMITH; HANNIGAN, 2015; WRIGHT, 2017; SEBRAE, 2018). Além disso, normalmente vão oferecer consultoria e, ainda, colaborar com seu trabalho parcial ou exclusivo ao negócio (MASON, 1996). Esta característica do investidor anjo aumenta sua imagem de que pode financiar um empreendedor por interesse pessoal ou pelo senso de responsabilidade social (WRIGHT, 2017).

O IA tem como objetivo aplicar em negócios com alto potencial de retorno que, conseqüentemente, terão um grande impacto positivo para a sociedade através da geração de oportunidades de trabalho e de renda. (ANJOS DO BRASIL, 2018). Outra generalização importante é que o investidor anjo investe de maneira regionalizada, próximo a sua casa ou ao seu trabalho (ARAM, 1989).

Podem agir individualmente ou em grupos e são consideradas pessoas de sucesso em seus próprios negócios e com habilidades que podem ser compartilhadas com os empreendedores (SMITH; HANNIGAN, 2015). Por investir em um estágio muito preliminar das empresas, o investidor anjo aceita correr altos riscos, também em prol de um retorno abundante, se considerado o montante de recursos financeiros investido (ARAM, 1989; CARIONI, 2017). Esses indivíduos providenciam recursos vitais, principalmente após os recursos financeiros dos empreendedores ficarem escassos.

O IA investe em startups em estágios iniciais, anterior aos *venture capitalist* (WETZEL, 1983; ELITZUR, GAVIOUS; 2003). Van Osnabrugge (2000) diz que as decisões de IA são mais influenciadas pelo empreendedor, enquanto os VCs têm mais foco no mercado/produto. Em um estudo realizado por Aram (1989), permitiu identificar que já na época havia uma tendência em investir em estágios bem iniciais dos negócios (55% dos 115 investimentos feitos nos três primeiros anos foram em startups). Mason (1996), na sua pesquisa com

investidor anjo mostra que 59% dos investimentos feitos por eles eram em startups ou em negócios em fase inicial, mostrando a relevância do seu investimento. As chaves principais para o investimento estiveram bastante relacionadas às características do empreendedor e às características do produto/mercado. Muitos investidores são atraídos pela *expertise* dos empreendedores, entretanto, outros fatores são também importantes, como as características pessoais e entusiasmo. Em 71% dos investimentos foram realizados por investidores independentes

Ao contrário dos *venture capitalist*, os investidores anjo não fazem desses investimentos seu negócio principal. A principal diferença entre VC e IA é que para este o investimento não é um negócio primário, diferente dos VCs (ELITZUR, GAVIOUS; 2003). Eles se diferenciam também em sua experiência empreendedora e na forma como se envolvem com as startups. No geral, os investidores anjo se envolvem na rotina das startups (VAN OSNABRUGGE, 2000).

As preocupações de VCs, por trabalharem em sua grande maioria com fundos, precisam demonstrar competência desde o início do processo de investimento, Portanto, uma triagem bem feita, cuidado na formulação do contrato, *due dilligence*, são cuidados tomados por eles. Para os IAs, como investem seu próprio recurso, além de estarem envolvidos diretamente no negócio não estão envolvidos por essa pressão (VAN OSNABRUGGE, 2000).

A pesquisa de Van Osnabrugge (2000) mostrou que, tanto VCs e IA são motivados pelo retorno do investimento. No entanto, essa motivação é menos relevante para IA que investem para se tornarem ativos no processo empreendedor e também por diversão.

Titericz (2003) considera a obtenção de fontes de investimento como o capital semente uma dificuldade muito grande, pois os fundos de *venture capital*, mesmo sendo considerados como fontes para negócios com alto potencial, raramente financiam esse capital inicial, restando para o mercado informal de *venture capital* os chamados investidores anjos. Titericz (2003) comenta que o capital do anjo de negócios complementa a indústria de capital de risco, disponibilizando quantias mais baixas de financiamento, numa fase mais prematura do que muitas sociedades de capital de risco são capazes de investir, nos chamados projetos *seed capital* e *startups*.

Os anjos representam uma fonte de capital importante para novos e crescentes negócios, embora no nosso país ainda sejam subutilizados. O *seed capital* para novos negócios é importante para comercializar inovação (ARAM, 1989). O financiamento das ideias pelos próprios empreendedores, podem se tornar escassos rapidamente, portanto, confiam o financiamento de suas ideias a fontes externas.

O investidor se torna também um sócio do negócio e normalmente passa a participar de decisões da empresa. Dependendo do caso, isso pode ser incômodo para o empreendedor. Será necessário se reportar ao investidor periodicamente e informar o andamento dos negócios, o que pode sobrecarregar suas atividades de trabalho. O investidor entra já pensando na saída, ou seja, na venda da participação dele na empresa para um terceiro no futuro. Ou seja, o empreendedor ao aceitar um investidor, também aceita que a empresa estará à venda em algum momento (MATOS, 2014).

Segundo Elitzur e Gavious (2003), o investimento em uma startup envolve três partes: o empreendedor, investidor anjo e *venture capitalist*. Assume-se que o empreendedor e o investidor anjo vão direto ao ponto quando o assunto é sair da empresa, chamado de momento *cash out* ou *exit*. Por esse entendimento também entende-se que a empresa precisa de mais investimentos. A partir desse estágio, quem financia são os VCs. Muitos investidores anjo não encontram oportunidades de investimentos suficientes que preencham seus requisitos, tendo abundante oportunidade para investimento. Outro ponto interessante é que muitas ofertas feitas por IA são rejeitadas pelos empreendedores, sendo que a experiência da introdução de um serviço de gestão mostra que 4 vezes mais ofertas de investimentos são feitas em comparação às que são aceitas (MASON, 1996).

Existem tipos diferentes de investidores anjo, dependendo dos serviços que eles oferecem. Alguns somente promovem o encontro entre o empreendedor e investidor. Outros complementam o serviço básico avaliando os investidores para os empreendedores, serviços de *due dilligence* (HERRERA, 2014). É comum dividi-los em quatro grupos diferentes: anjos com experiência profissional (ex executivos de grandes empresas), anjos guardiões (veteranos da indústria); anjos de rendimento financeiro (indivíduos com grandes fortunas);

e angels empreendedores (empreendedores que triunfaram nos seus negócios) (Titericz, 2003)

Outra tendência do IA é levantar fundos para complementar seu próprio investimento. Além disso, ainda mais recentes são os fundos de anjo, os quais não são ligados a um único investidor, mas uma ponte que liga startups a pequenos investidores individuais. Esses fundos são similares aos fundos de VC embora com uma estrutura mais enxuta, que os permite operar com menor custo operacional se comparado aos players tradicionais. Além disso, algumas plataformas de investidores informais começaram a se replicar como mecanismos de *crowdfunding*. Os investidores anjo comprometem pequenas parcelas de investimento em cada projeto, mas alguns itens, como avaliação e documentação legal, por exemplo, já estão explícitas na plataforma (HERRERA, 2014).

Fried e Hisrich (1994) estudam a tomada de decisão de *venture capitalists*, e afirma que a decisão de investir envolve a seleção de um risco adverso. Uma vez feito o investimento o sucesso é bastante dependente de um pequeno grupo de gestores. No entanto, embora haja a seleção de risco, há uma assimetria de informações que permite que o gestor seja envolvido por um comportamento oportunista, fazendo deste momento pós seleção de risco, mais importante.

## 2.5 ESTUDO DO PROCESSO DE INVESTIMENTO ANJO ÀS VISTAS DO INVESTIDOR E DO EMPREENDEDOR

Embora seja crescente o interesse em investidores anjos pelos estudantes e pelos responsáveis por elaborar políticas públicas, ainda existem algumas áreas das atividades deles negligenciadas, como o processo pelos quais o investidor anjo aplica seus recursos nas startups. (PAUL, WHITTAM & WYPER, 2007). O foco para a modelagem de tomada de decisão está bastante voltada para indústria de VC (MEADE, 1978; TYEBJEE;BRUNO, 1984; FRIED; HISRICH, 1994). Porém, conforme cresce a importância do investidor anjo, também cresce o interesse em saber como ele investe seus recursos, para que haja ganhos mútuos. Conhecer esse processo empodera tanto IA quanto empreendedores, pois a medida que estes entendem os tipos de informações que os IA buscam, tornam-se mais capazes de apresentar essas informações no



momento da negociação, sendo o processo para ambos mais assertivo (RIDING; MADILL; HAINES, 2007)

Quando se analisa o fato de que tanto investidores quanto empreendedores buscam por oportunidades de conhecer outros parceiros ou negócios, percebe-se também que há um processo decisório para ambos, que, embora com interesses específicos, se ajustados determinarão o sucesso do relacionamento e grande parte do sucesso do negócio. Tem-se uma visão completa do processo decisório para estabelecer parceria, quando se entendem os principais fatores da decisão das startups e dos investidores, sob as duas perspectivas (PAUL; WHITTAM; WYPE; 2007; SILVA; 2013).

Como Sahlman (1990) afirma, parece que o investidor tem nas mãos o poder de se relacionar ou não com os empreendedores, pela detenção dos recursos financeiros e pela experiência de mercado. Mas vale lembrar que há uma checagem ao longo do processo, pois aqueles investidores que abusarem do seu poder para encontrar empreendedores, dificilmente encontrarão os melhores, pois o empreendedor ao aceitar os recursos financeiros de um investidor toma a decisão consciente de maximizar o potencial do seu negócio.

Esse processo de tomada de decisão sob a ótica do empreendedor também carece de mais estudo. Gradualmente, torna-se claro que não se pode analisar o processo de tomada de decisão pela decisão final. O grau de elementos emocionais, além de processos cognitivos precisam ser estudados se quisermos ter um ganho de entendimento adequado do processo de decisões humanas (FRIED e HISRICH, 1994).

Nesta subseção busca-se entender o processo de IA e, contrapor o pensamento do empreendedor ao selar essa parceria.

Para o estudo das modelagens de investimento a partir do investidor alguns pesquisadores serão abordados, dentre eles os pioneiros de estudo, considerados pesquisadores de 1ª geração como Tyebjee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994) serão mencionados. Ainda Riding, Madill e Haines (2007), serão analisados por manterem foco no investidor anjo. Sob as vistas de VC, pesquisadores de 2ª geração Paul, Whittam e Wyper (2007) serão analisados, por abranger fatores que ao longo do tempo se julgam importantes, como a interação com o networking. Mais recentemente, Carioni (2017), mesmo estudando os autores citados anteriormente, traz uma nova proposta de

*framework* para tomada de decisão de investidor anjo. Pela experiência na área, e por estar inserido no contexto nacional torna-se importante refletir sobre o modelo por ele proposto.

Quando se trata do ponto de vista do empreendedor, pela escassez de material que trata especificamente deste processo, serão apresentados algumas sugestões referentes a modelos de investidor anjo, como Amatucci e Sohl (2004) que sugerem alterações no processo de IA, sob a perspectiva de empreendedoras e, Ghobril (2006), que apresenta um estudo específico para o processo de tomada de decisão do empreendedor por VC o qual, também será apresentado e discutido. Silva e Sarfatti (2016), não apresentam um modelo propriamente dito, mas apresentam as possibilidades e critérios de *match* entre investidor e investido.

### 2.5.1 Modelos de Investimento Anjo

Neste tópico serão apresentados 5 modelos do processo de investimentos anjo, que compreendem desde autores seminais (TYEBJEE; BRUNO, 1984; FRIED; HIRICH, 1994), autores de segunda geração (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007; RIDING; MADILL; HAINES, 2007) até autores mais atuais (CARIONI, 2017) com prática e vivência no mercado de IA.

A atividade do IA não está apenas relacionada a busca de empresas para investir, analisar oportunidades, estruturar e fechar negócios. Mas em acompanhar todo o seu processo de desenvolvimento até o seu momento de desinvestimento, como afirmam Cornelius e Person (2006) e Paul, Whittam e Wyper (2007). O processo de investimento, de forma ampla, é separado principalmente em três estágios, sendo 1) pré investimento, que envolve as atividades relacionadas a busca de startups, potencial triagem destas e *due dilligence*; 2) investimento, que inclui a negociação e os termos do contrato e 3) pós investimento, em que ocorrem as relações após o investimento, rodadas futuras de investimento e possíveis desinvestimentos (TYEBJEE; BRUNO, 1984; FRIED; HISRICH, 1994). Há algumas particularidades tratadas em alguns estudos apresentados nessa seção. Os modelos apresentados levaram em consideração o número de citações do artigo proposto pelos autores.

Tyebjee e Bruno (1984) são considerados os pioneiros na pesquisa do processo de investimento por VC. Bastante ousado para a época e compreensível o fato de não ser o estudo direcionado ao investidor anjo, uma vez que a primeira pesquisa sobre IA surgiu em 1983, por Wetzel Jr. (WETZEL, 1983; RIDING; MADILL; HAINES, 2007) sobre as características desse investidor. Esse estudo foi desenvolvido nos Estados da Califórnia, Texas e Massachusetts com 41 respondentes da pesquisa de um total de 156 contactados por telefone. Como principais contribuições do estudo estão os cinco passos pelos quais VCs investem, mesmo que simplista, como afirmam os autores. São eles: 1) originação; 2) triagem; 3) avaliação; 4) estruturação; 5) pós investimento, com foco mais nos critérios de escolha do que nas atividades envolvidas no processo, sendo enfatizado principalmente os três primeiros passos.

No quadro 2, tem-se um panorama geral da proposta de Tyebjee e Bruno (1984).

Quadro 2 – Síntese do modelo de Tyebjee e Bruno (1984)

Etapa	Atividades	Resultado da etapa
Originação	-Identificar oportunidades para potencial investimento -Filtrar as oportunidades para se relacionar	Conjunto de potenciais oportunidades ao investidor
Triagem	-Investidor aplica critérios e busca familiaridade para investir	Empresas selecionadas com potencial para investir
Avaliação	-Avaliação de risco e retorno -Fase de negociação entre empreendedor e investidor -Decisão das empresas que receberão investimento	Proposta de negócios melhoradas e validadas para investimento
Estruturação	-Estruturação do contrato e das regras de relacionamento e gestão da empresa	Investimento negociado e pronto para operacionalização
Pós investimento	-Acompanhar a empresa investida -Intervir em caso de crise -Desinvestimento da empresa	Operacionalização do negócio e <i>cash out</i> da empresa

Fonte: elaborado pelo autor a partir de TYEBJEE e BRUNO (1984)

O primeiro (*originação*), proposto pelos autores, descreve o momento em que os investidores tornam-se conscientes dos potenciais investimentos. É neste momento em que os investidores encontram um ambiente repleto de empresas com baixo potencial de investimento. Por essa razão é que se espera que muitos intermediários atuem para encontrar potenciais investidores em negócios com necessidade de recursos financeiros.

O passo denominado de *triagem* (2) é a fase em que o investidor tende a concentrar esforços para selecionar os negócios com potencial. Como a equipe dos VCs são pequenas eles precisam analisar uma grande quantidade de negócios e conseqüentemente investir numa pequena parcela de propostas que chamam atenção. O critério de triagem reflete na tendência de limitar os investimentos na área em é familiar, particularmente em termos de tecnologia, produto e nicho de mercado.

Já na *avaliação* (3), envolve uma análise mais aprofundada do plano de negócios apresentado pelo empreendedor e outras informações acerca do mercado de atuação. A dedicação na oportunidade latente busca reduzir o grau de subjetividade por meio de uma análise multidimensional.

A estruturação (4) somente será consumada quando empreendedor e investidor estiverem aptos a estruturar um acordo de investimento. Primeiramente estabelece o preço do negócio, que nada mais são do que as cotas que o empreendedor abre mão em favor do recurso investido. Além disso, estabelece as regras da nova sociedade, tratando temas muitas vezes controversos, como definições de salários, fusões e aquisições.

Após consumado o negócio, as atividades de *pós investimento* (5), em que o investidor passa a ser um colaborador. A intensidade de envolvimento do investidor na operação depende de um para outro, no entanto, a maioria concorda que é indesejável para muitos investidores não controlar o dia a dia da empresa. Em algumas situações, como numa possível crise financeira o investidor intervém e pode até instalar uma nova equipe de gestão.

Dez anos mais tarde Fried e Hisrich (1994), mesmo se utilizando do modelo de Tyebjee e Bruno (1984), detalham um pouco mais o processo de decisão de investimento. No estudo, em um primeiro estágio coletaram informações de 18 VCs de diferentes regiões dos EUA. Foram entrevistados pessoalmente, e só assim o modelo foi desenvolvido. Num segundo momento

os critérios estabelecidos no modelo foram checados com 5 representantes. O processo de decisão foi modelado em seis estágios: 1) originação; 2) triagem específica; 3) triagem genérica; 4) avaliação – 1ª fase; 5) avaliação – 2ª fase; 6) fechamento. No Quadro 3 tem-se um resumo da modelagem proposta por Fried e Hisrich (1994)

Quadro 3 - Síntese do modelo de Fried e Hisrich (1994)

Etapa	Atividades	Resultados da etapa
Originação	- Buscar networking para buscar oportunidades de investimento - Estabelecer critérios para filtrar oportunidades	Oportunidades qualificadas com potencial de investimento
Triagem específica	- Eliminação/aceitação das propostas pelos critérios estabelecidos, pela análise do plano de negócios	Negócios atrativos para investimento
Triagem genérica	- Análise ainda pouco apurada do Plano de Negócios e de outras breves informações coletadas	Negócios atrativos para investimento
Avaliação – 1ª. fase	- Buscar informações sobre o negócio e empreendedor/equipe - Checar informações do plano de negócios com informações coletadas	Propostas de negócios bastante evoluídas
Avaliação – 2ª. fase	- Decidir empresas que serão investidas - Identificar gargalos que poderão ocorrer e formas de mitigá-los	- Negociação com mínima estrutura definida ( <i>valuation</i> ) e gargalos identificados
Fechamento	- Confecção dos documentos legais - Assinatura dos documentos legais	- Parceria selada

Fonte: FRIED; HISRICH (1994)

No primeiro estágio, *originação*, os investidores ao invés de adotarem uma postura mais passiva, em que os empreendedores os buscam, tomam uma postura mais pró ativa, buscando auxílio do seu networking, gerentes de bancos, família, amigos para buscar oportunidades que tenham sinergia com seus critérios de investimento. Alguns investidores apresentam alguns critérios, como tamanho do investimento, nicho de mercado, localização geográfica, estágio da empresa.

Seguindo esses critérios é que na *triagem específica* (2), as propostas são eliminadas, sem necessariamente entrar em negociação, apenas pela utilização desses critérios. As propostas que prosperarem na fase de triagem específica, passam pela próxima etapa.

*Triagem genérica* (3) que sem muitos critérios também, mas passa pela análise do plano de negócios associado a alguns conhecimentos prévios do investidor sobre a proposta de interesse, que podem ser aceitos ou eliminados. A triagem genérica tende a ser menos rigorosa dependendo da qualidade de quem indicou a oportunidade. Como resultado dessas duas etapas a proposta pode ser recusada ou aceita, com o mínimo investimento de tempo e recursos.

Passados os estágio de triagem Fried e Hisrich (1994) propõe a *avaliação – 1ª. fase* (4). Nesta, é onde os investidores passam a coletar informações adicionais sobre as oportunidades selecionadas. Além disso, é onde as informações apresentadas no plano de negócios são checadas com as informações coletadas. Geralmente essa fase tem alguns encontros que tem como principais objetivos aumentar o entendimento sobre o mercado, sobre a proposta e os problemas que pode enfrentar, além de oportunizar o investidor a conhecer como o empreendedor pensa e se comporta, o quão hábil é frente a pressões, ou seja, entender quesitos subjetivos do empreendedor que não ficam evidentes em um plano de negócios.

Na sequência, a *avaliação – 2ª. fase* (5) acontece quando o investidor já está por dentro de grande parte das informações da proposta e inicia uma busca pelos problemas que pode enfrentar e formas de mitigá-los. Nesta fase busca-se por saber os valores que a empresa está disposta a negociar. Há um maior tempo investido na proposta, uma vez que desenvolveu já um envolvimento emocional também com a proposta. Por conta disso é que o investidor, antes mesmo de passar para a próxima fase, quer ter ciência, mesmo que simplista da estrutura da negociação, incluindo *valuation*, que é o que parametriza o tempo que continuará investindo na proposta. Alguns empreendedores, costumam enviar suas propostas sem valores como forma de evitar influência negativa nas análises na fase de triagem genérica e na avaliação – 1ª. fase.

Passada a avaliação – 2ª. fase a proposta entra para o estágio de *fechamento* (6), que acontece quando os detalhes da estrutura da negociação são definidos e os documentos legais discutidos. Após os documentos serem

assinados é que somente pode se dar encerrada essa fase. Embora empreendedores e investidores tenham demandado muito tempo até essa fase, é bastante grande o número de propostas que são abandonadas nessa fase.

Como terceiro modelo de estudo, propõe-se a análise do estudo de Riding, Madill e Haines (2007), cujo cenário reporta um estudo empírico com investidor anjo no Canadá com 300 investidores anjos e entrega um retrato da tomada de decisão por eles. Mesclam ideias e passos do estudo seminal de Tyebjee e Bruno (1984) com o processo apresentado no livro de Van Osnabrugge e Robinson (2000), que apresenta uma comparação da diferença entre os investimentos feitos por VC e por IA. O modelo apresentado está dividido em 5 etapas: 1) Ofertas potenciais e 1ª. impressão; 2) Avaliação da proposta; 3) Negociação e consumação; 4) Envolvimento pós investimento e 5) Saída. No *Quadro 4* apresenta-se a síntese do modelo

Quadro 4 – Síntese do modelo de Riding, Madill e Haines (2007)

Etapa	Atividades	Resultado da etapa
Ofertas potenciais e 1ª. impressão	= Encontrar e envolver potenciais investimentos - Dar primeira impressão dos investimentos	- Investidores rejeitam ou aceitam investir tempo na proposta
Avaliação da proposta	- Analisar o plano de negócios - Investidor encontrar empreendedor, proposta segue para análise interna e externa, além da avaliação da equipe do empreendedor	- Investidor decide se entra ou não em negociação
Negociação e consumação	-Negociação dos termos do negócio	- Acordo firmado ou desistência do investimento na proposta
Envolvimento pós investimento	-Investidor e empreendedor trabalhando juntos	- Melhorias no negócio
Saída	- Investidor vende seu investimento na empresa ou o anula	- Desinvestimento no negócio

Fonte: Riding, Madill e Haines (2007)

Como ofertas potenciais e 1ª. impressão (1) os autores consideram encontrar e envolver negócios para os quais os investimentos poderão ser feitos além de uma avaliação informal à primeira vista. Este estágio conclui com a decisão dos investidores em rejeitar uma oportunidade ou decidir investir tempo adicional para melhor avaliar a proposta

Na segunda etapa (avaliação da proposta), há uma análise do plano de negócios e uma evolução para a *due dilligence*, Investidores e empreendedores se encontram e a proposta segue para uma análise interna e externa, além de uma avaliação do time do empreendedor. O IA decide nessa etapa se entrará em negociações ou não

Caso a proposta evolua, investidores e empreendedores seguem para a etapa 3, que tem como característica a negociação dos termos do negócio. O investidor pode tanto firmar um acordo com o empreendedor ou finalizar as negociações

Na etapa 4, começa o envolvimento maior com o a empresa já investida, sendo que o IA começa a trabalhar junto ao negócio em várias áreas e em diferentes níveis de envolvimento para melhor desenvolver o negócio

A saída (5) é onde o investidor vende seu investimento no negócio ou o anula.

O quarto modelo a ser apresentado é o de Paul, Whittam e Wyper (2007), considerados pesquisadores de 2ª. geração, baseados nos estudos supracitados implementam outros fatores importantes que permeiam todas as fases do processo de negociação entre investidor anjo e empreendedor, que é a relação com o meio externo, com as possíveis interações que podem ser feitas. Focam na fase de pré-investimento e salientam o cuidado que se deve ter em propor um modelo, para que a riqueza de detalhes não se perca. Essa visão mais ampla do processo do modelo proposto pelos autores é o que o diferencia dos demais é que as fases se complementam, além de buscar essa interação com o ambiente externo, permitindo uma validação mais profunda (CARIONI, 2017).

Os autores propõem que o processo de investimento está compreendido em 5 estágios: 1) familiarização, 2) triagem, 3) barganha, 4) gerenciamento e 5) colheita. As três primeiras etapas são desdobradas em 6 atividades nas quais o anjo continuamente adiciona informações. O Quadro 5



Quadro 5 – Síntese do modelo de Paul, Whittam e Wyper (2007)

Etapa	Principais Atividades	Resultado da etapa
Familiarização	- Identificar e conhecer oportunidades para potencial investimento	- Selecionar oportunidade previamente - Contactar o empreendedor
Triagem	- Detalhar e checar informações da oportunidade de investimento - Decisão de qual empresa investir	- Propostas mais atraentes selecionadas
Barganha	- Estruturar plano de investimento ( <i>valuation</i> e participação) - Elaboração dos documentos legais - Assinatura dos acordos	- Negócio estruturado em termos de valores - Acordos assinados
Gerenciamento	- Encontros mais regulares entre investidor e empreendedor	- Acompanhamento da empresa em suas operações
Colheita	- Buscar interessados em comprar negócio	- Desinvestimento do negócio

Fonte: Paul, Whittam e Wyper (2007)

Na familiarização (1) estão compreendidas duas principais atividades: a) aprender sobre a oportunidade e b) encontrar o empreendedor. É nesse momento que o investidor busca folhear algumas páginas do plano de negócios para se familiarizar com a oportunidade. Outro ponto enfatizado pelos autores é que a localização geográfica do empreendedor também é considerada. Segundo eles, muitos outros pontos precisam compensar para que o investimento seja feito fora do radar geográfico dos investidores. O resultado dessa atividade é entrar em contato com o empreendedor a fim de ter uma discussão preliminar sobre o tema. Além disso, a personalidade do empreendedor ou do time por trás do negócio é tão importante quando o próprio negócio, já que a partir do investimento começarão a trabalhar pela mesma direção e o tempo de convívio aumentará consideravelmente.

No estágio de triagem (2) é onde o investidor faz o que os autores chamam, de peneira, sobre as informações obtidas por trás do empreendedor e

da oportunidade de investimento. Os autores dividem em: a) triagem inicial e b) tardia. Na triagem inicial as análises seguem com alguns encontros em que o investidor tenta confirmar as primeiras impressões e tenta ir mais fundo na oportunidade de negócio. Durante este estágio um estudo aprofundado do plano de negócios é feito, além de o mercado estar também sendo avaliado, já que uma preocupação constante dos IA é como podem contribuir, além dos recursos financeiros que serão investidos. Paul, Whittam e Wyper (2007) afirmam que prever um papel pós investimento satisfatório pode ser um fator chave para garantir que o processo de investimento se desenvolva sem problemas. A triagem tardia é consequência da profundidade que o investidor chega ao analisar as informações. É neste estágio também que há um envolvimento emocional maior e, em muitos casos, outros investidores anjos são chamados para o processo de análise. Como resultado dessa etapa, as informações foram detalhadas e checadas, as propostas foram selecionadas e as mais atraentes seguirão para as próximas etapas. Algumas áreas mais comumente revisadas nesse período pelos IA são marketing e finanças

No próximo estágio, denominado de barganha, duas sub etapas são atendidas: a) estruturação do negócio e b) assinatura do acordo. Nesta etapa a *due dilligence* já foi concluída, e na sub etapa de estruturação do negócio, começa a negociação dos valores da empresa. Segundo os autores, a abordagem do *valuation* da empresa pelos empreendedores é feita de maneira intuitiva por alguns fatores, dentre eles: falta de histórico e parâmetros para analisar, por acreditar fazer parte da negociação. A definição dos valores, bem como estabelecimento de indicadores e metas faz parte dessa etapa e será importante para a fase de investimento. No fim desta etapa, alguns documentos são estabelecidos e assinados, sendo selada a parceria.

No estágio de gerenciamento o investidor está de mãos dadas com o empreendedor. É nesse período em que os encontros são mais regulares, mas sempre atentando para o investimento de tempo e recursos, uma vez que o investidor anjo, muitas vezes investe em mais empresas, sendo este um fator limitante de investimento: tempo e recurso

No estágio de colheita, é a fase de desinvestimento, ou seja, em que a nova sociedade faz a venda da empresa.

Como quinto e último modelo a ser analisado nesta subseção, Carioni (2017) será apresentado. Além de também fazer a análise de todos os autores supracitados, o autor conduz uma pesquisa com investidores anjo, sendo sete do Brasil, um da Suíça e três dos Estados Unidos. Torna-se importante por ser um dos poucos realizados no contexto nacional e bastante atualizado. Carioni (2017) traz o processo de IA em 8 etapas: 1) Definição da Tese de investimentos; 2) Busca 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. O autor ainda divide essas etapas no que chama de atividades a serem desenvolvidas dentro de cada uma delas. Importante ressaltar que Carioni (2017) foca seu estudo na fase de pré-investimento, não considerando a fase de investimento e pós investimento. A seguir, o Quadro 6 mostra as etapas, atividades relacionadas e o objetivo de cada uma:

Quadro 6 – Síntese do modelo de Carioni (2017)

Etapa	Atividades	Resultados da etapa
Definição da Tese de investimentos	- O IA define as principais características para a busca de oportunidades de negócios	- Rol de empresas com características elencadas pelo IA
Busca de oportunidades	- Identificar as melhores oportunidades de investimento - Acesso pelo acesso ao networking	- Triar empresas potenciais de investimento
Habilitação do empreendedor e equipe	- Observar a capacidade do empreendedor e sua equipe de conduzir seu negócio ao sucesso - Identificar compatibilidade entre os membros do novo negócio e da equipe do IA	- Conhecer o empreendedor e sua equipe
Validação do Negócio	- Estruturar informações para checar se o negócio a ser investido realmente é de sucesso	- Rol de empresas com real potencial para investir
Validação do Investimento	- IA estrutura uma visão clara para a tomada de decisão sobre o investimento a ser feito	- IA decide se investe ou não na oferta potencial
Melhoria do Plano de Negócios	- As percepções do empreendedor e IA estão alinhadas	- Plano de negócios robusto

Acesso ao network do investidor anjo	- Todas as etapas se relacionam com o network para extrair o melhor que há dela (clientes, ajuda, etc.)	- Relacionamento com network do investidor aberto
Fechamento das Negociações	- Consolidar a fase de pré investimento para avançar para a fase de investimento	Garante a segurança jurídica da operação de investimento

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

Na definição de tese de investimento (1), o IA aponta as principais características elencadas para a busca de oportunidades de negócios. As atividades desenvolvidas para concluir essa etapa passam por definir: a) o setor da indústria no qual a empresa atua, b) estágio de maturidade da oportunidade/empresa, c) valor do investimento a ser realizado, d) intensidade de dedicação do investidor anjo, e) percentual de participação do investidor anjo, f) necessidade de futuras rodadas e g) sinergia e h) complementariedade com o portfólio existente do investidor anjo;

Já na segunda etapa (busca de oportunidades) o objetivo principal é identificar as melhores oportunidades para o anjo investir recursos. Esta etapa não requer um alto grau de complexidade, no entanto, ter um network de qualidade, com pessoas dispostas a fazer a aproximação do investidor anjo com o empreendedor a que se refere a oportunidade, é de extrema valia;

Na habilitação do empreendedor e equipe (3), a conclusão da etapa acontece por meio de uma construção de uma visão sólida e realista sobre o empreendedor e sua equipe. Os investidores, de forma geral observam duas características fundamentais: a) capacidade do empreendedor e sua equipe em conduzir o negócio com competência e transformá-lo em um sucesso e b) 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.

A próxima etapa (4) permite o investidor estruturar muitas informações que levem a concluir se o negócio que está sendo apresentado pelo empreendedor e sua equipe realmente tem potencial de sucesso no mercado. Esta etapa está finalizada quando os investidores já tiverem mapeado empresas que apresentam verdadeiro potencial de sucesso para realizar investimentos

É chegada a hora de decidir se a empresa será investida ou não. É na etapa 5 (validação do Investimento) que o investidor estrutura uma visão clara para a tomada de decisão sobre o investimento a ser feito. Esta etapa, na maior parte das vezes é crítica, pois envolve uma intensa negociação entre investidor e empreendedor sobre o valor do negócio em questão e a consequente participação societária do investidor;

Passada uma das etapas decisivas, é o momento de propor melhorias do Plano de Negócios (6) em que se alinham 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 vislumbrar como os negócios futuros serão desenvolvidos,

O acesso ao network do investidor anjo (7) é a mais transversal de todas, ou seja, em todas as etapas anteriores existem atividades relacionadas ao acesso ao network do investidor para extrair o melhor que ela possa dar de oportunidades de negócios, para obter informações a fim de habilitar o empreendedor, obter informações e ajuda para validar o negócio, dentre outras;

O fechamento das Negociações (8) 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.

Nesta seção, foram estudados 5 modelos de IA e que podem ser adaptados ao empreendedor, uma vez que se tem alguém investindo de um lado, do outro está alguém captando investimento, talvez com maior aprofundamento. O quadro resume os modelos, identificando seus principais objetivos.

### **2.5.2 Modelos teóricos de tomada de decisão de empreendedores por IA**

Amatucci e Sohl (2004) com o objetivo de explorar o processo de decisão de mulheres empreendedoras e IA sob a perspectiva de demanda, citam os autores seminais, como Tyebjee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) para representar o ponto de partida do estudo. Propõe um fluxo em que constam 3 estágios: 1) pré investimento; 2) negociação do contrato e 3) pós investimento.

Os autores ainda tratam do estágio saídas, mas não o numeram. O estágio de pré investimento (1) compreende o subestágio de busca, bem como o segundo estágio (negociação do contrato) compreende o subestágio negociação. O pós investimento (3) compreende 2 subestágios; a) relacionamento pós investimento e b) rodadas futuras

Na pré investimento (1) os autores discorrem sobre a dificuldade de encontrar investidores anjos, pela preferência que tem pelo anonimato, pela falta de registros e histórico das atividades. Oferecem algumas alternativas para que os investidores sejam encontrados, dentre elas networking em comum, clubes de investidores anjos, bem como as mídias sociais na internet que podem os aproximar. Para vencer essa fase, Baron e Makran (2000) destacam também a importância das habilidades sociais bem desenvolvidas, como persuasão e as habilidades para uma boa apresentação de plano de negócios.

No segundo estágio (negociação do contrato), é onde se pesquisam os processos associados à negociação de contratos, em que são firmadas as parcerias. Neste estudo as diferenças de gênero são tratadas, em que as negociações realizadas pelas mulheres tendem a ser mais cooperativas e menos satisfeitas com os resultados da negociação, enquanto os homens parecem ser mais instrumentais.

No estágio 3 e subsequente saída; os autores contribuem ao dizer que há uma diferença, percebida especificamente neste estágio, entre VC e IA, uma vez que este tende a trazer a sua experiência e uma rede de contatos valiosa ao negócio. Além disso, afirma que o empreendedor tende a valorizar a experiência do anjo tanto quanto o recurso aplicado por ele, sendo este um dos fatores que diferencia o IA de VC. No entanto, os autores se limitam a dizer que há escassez de pesquisas sobre o gênero no tema em questão, mas que com resultados preliminares aparentes do estudo o gênero feminino contribui para uma relação produtiva de pós investimento, mas se esse bom relacionamento provém da execução de uma boa triagem prévia, do alinhamento da visão durante o processo ou de uma combinação de fatores permanece ainda obscuro.

Dessa forma, os próprios autores afirmam que a principal diferença entre processo de decisão do investidor e do empreendedor é a supressão da fase inicial de triagem e a *due diilligence*, por serem consideradas fases de maior interesse do investidor.

Quadro 7 - Panorama geral dos resultados esperados na tomada de decisão do empreendedor por Amatucci e Sohl (2004)

Etapas	Principais Atividades	Resultados da etapa
Estágio 1 – Pré investimento Sub Estágio – Busca	- Buscar alternativas para encontrar investidores (networking)	- Rol de possibilidades de investidores
Estágio 2 – Negociação do contrato Sub estágio – Negociação	Negociação dos contratos que selarão a parceria	- Contratos negociados
Estágio 3 – Pós investimento Sub estágio a) relacionamento pós investimento e b) rodadas futuras	- Investidores anjos tendem a trazer sua experiência ao negócio	Relacionamento entre investidor e empreendedor compreendido
Saída		

Fonte: AMATUCCI; SOHL (2004)

O segundo modelo apresentado especificamente para empreendedores, também se utiliza de um dos pesquisadores de 1ª geração, Fried e Hisrich (1994) e mediante pesquisa realizada consegue levantar outras categorias de análise importante para o processo decisório do empreendedor por VC. A contribuição o trabalho foi justamente tornar claro ao empreendedor brasileiro qual é o caminho a percorrer para buscar VC no contexto nacional, estágios, requisitos, benefícios e dificuldades. Os resultados indicam que o processo decisório guarda semelhanças com a literatura estrangeira, especialmente no que diz respeito a estágios, como origem da proposta, avaliação de cenários, conhecimentos das partes, negociação e ajustes contratuais. Como fator facilitador das negociações identificou-se a flexibilidade do empreendedor em cumprir as rígidas regras de controle e, como dificuldades a demora do processo, e a definição do preço (*valuation*).

São 7 etapas tratadas pelo autor: 1) formação do negócio; 2) busca de parceria; 3) aproximação; 4) negociação inicial; 5) negociação posterior; 6) fechamento do *investimento* e 7) novas rodadas de negociação

Na formação do negócio (1), foram agrupados os principais aspectos do estágio inicial do negócio, que permeiam desde a educação dos

empreendedores, formação do capital social inicial, influências e os fatores que impulsionaram o início do empreendimento.

Na etapa 2, busca de parcerias, foi caracterizada pelo autor pela identificação das necessidades de recursos, pela forma com que buscou o investidor, pela análise de alternativas, além de avaliar os perfis dos possíveis parceiros.

Já na aproximação (3), começa-se a preparação para a estrutura societária, ou seja o tipo de empresa a ser constituída, que pela preferência de VC é sociedade anônima S/A, além de outros fatores importantes como aproximação das partes, basicamente feita por meio da apresentação do plano de negócios; entendimentos preliminares, em conversas informais, em que também se verificam a compatibilidade entre as partes.

Na etapa de negociação inicial (4), inicia-se há uma checagem de conhecimento entre as partes, o que os autores chamam de conhecimento mútuo. Nesta etapa ainda os autores mencionam o fato de durante a negociação inicial a startup já passar por uma reestruturação em função da influência de VC. Além disso, nesta etapa também é onde se define o preço do negócio (*valuation*).

Na etapa mais tardia, negociação posterior (5), o comprometimento emocional já é maior, para cumprimento dos itens negociados, uma vez que não se trata de um empréstimo comum. Além disso, são feitos os ajustes contratuais, frutos das etapas de negociação (3 e 4), para seguir para a próxima etapa.

No fechamento do investimento (6), denominado pelo autor de *closing*, acontece com a liberação dos recursos e assinatura do contrato.

Por fim, na última etapa (7), é onde estão agrupadas as características para futuras rodadas de negociação, para adição de investimentos financeiros e outros recursos necessários, buscam-se parceiros, diversas formas de parcerias. Para tanto novos ajustes contratuais são realizados e novos prazos de negociação estabelecidos.



Quadro 8 - Panorama geral dos resultados esperados na tomada de decisão do empreendedor por Ghobril e. al. (2006)

Etapas	Principais atividades	Resultados da etapa
Formação do negócio	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Levantar qual a formação e educação dos empreendedores</li> <li>- Compreender como se deu a formação do capital social</li> <li>- Identificar quais foram as influências e os fatores que impulsionaram o início do empreendimento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Entendimento da estrutura de formação do negócio</li> </ul>
Busca de parcerias	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Identificar como se deu a busca de recursos e investidor</li> <li>- Pesquisar como aconteceu a avaliação das parcerias</li> <li>- Constatar como se deu a avaliação do perfil dos possíveis parceiros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Selecionar possíveis parcerias</li> </ul>
Aproximação	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Identificar qual estrutura societária foi proposta (tipo de empresa)</li> <li>- Descobrir como se deu a aproximação das partes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investidor e investidos aproximados</li> </ul>
Negociação inicial	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Constatar se houve alguma reestruturação do negócio após a aproximação</li> <li>- Verificar como foi o processo de <i>valuation</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Processo de <i>valuation</i> identificado, bem como a influência do investidor percebida na possível reestruturação do negócio</li> </ul>
Negociação posterior	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Perceber se houve ajustes contratuais</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negociação estruturada pós ajustes</li> </ul>
Fechamento do investimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Identificar como os recursos foram liberados e como foi assinatura do contrato</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Recursos liberados e contrato assinado</li> </ul>
Novas rodadas de negociação	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Identificar se houve necessidade de outras rodadas para injeção de recursos e novos parceiros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Novos investimentos e parcerias seladas</li> </ul>

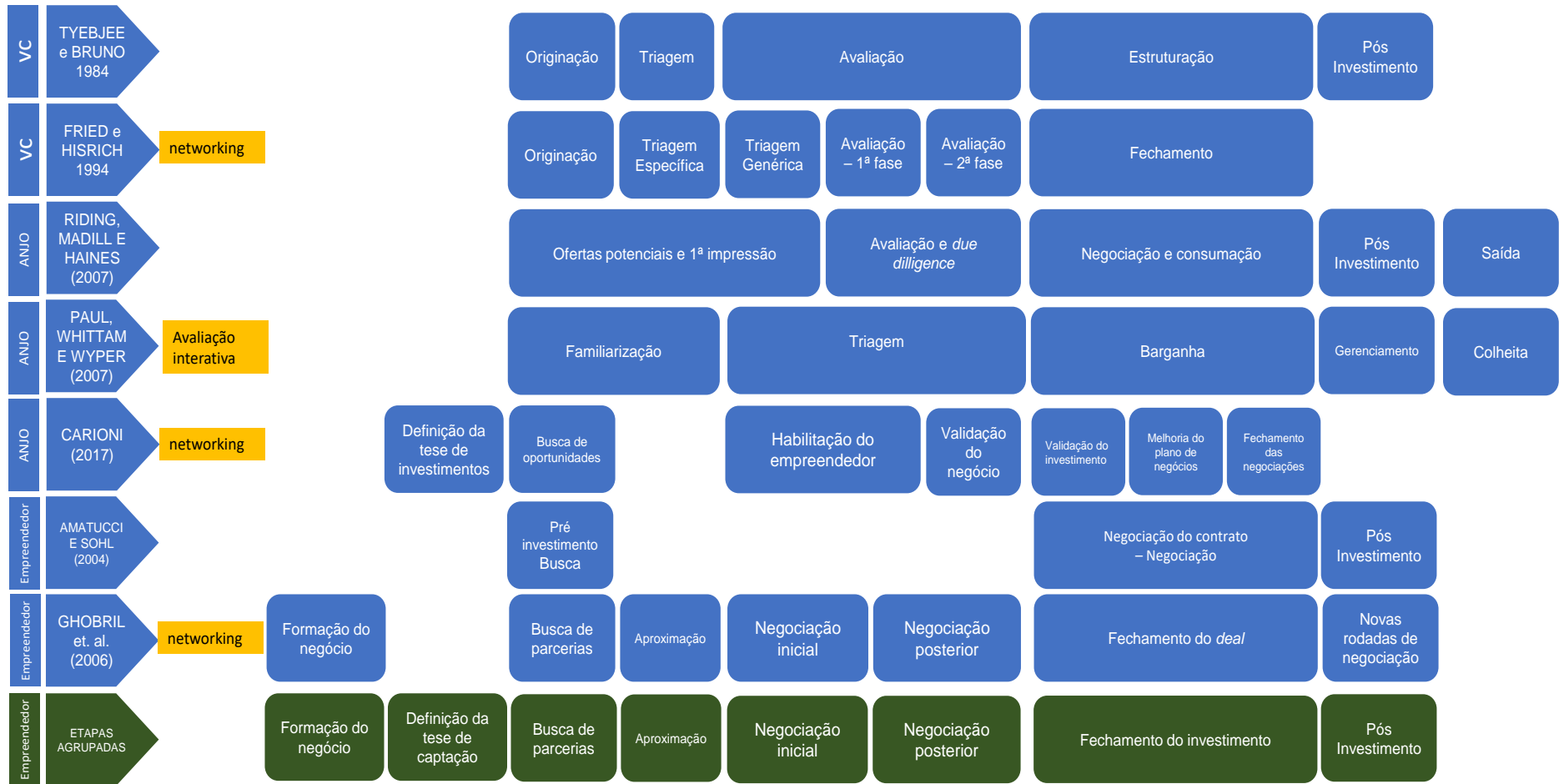
Fonte: GHOBRIIL et. al. (2006)

### 2.5.3 Comparação dos modelos de investidor e empreendedor

Neste tópico tem-se a intenção de mostrar uma comparação entre as etapas do processo decisório de IA na busca de oportunidades de investimento

e dos empreendedores na busca de investidores, dos autores estudados nos itens 3.6.1 e 3.6.2. O quadro verifica como os diferentes autores convergem ou divergem na proposição de etapas do processo decisório, sendo apresentado a importância do networking para alguns. Os rótulos das etapas serão aqui apresentados, uma vez que individualmente já foram aprofundados nos itens anteriores. Ao agrupar as categorias na coluna “Categorias Agrupadas”, quando mais de um autor tratar da mesma etapa, dar-se-á preferência para o rótulo do processo decisório do empreendedor. Do contrário, será utilizado aquele que mais se repetir. A análise do quadro será feita a partir da linha “Etapas agrupadas”, a última, como pode ser visto no quadro 9:

Quadro 9 - Resumo das etapas do processo decisório tanto de investido quanto empreendedor



Fonte: elaborado pela autora (2019)

Ghobril et. al. (2006) traz à tona a importância de entender como o negócio foi criado, na etapa de *formação inicial do negócio*. Esse fato tornar-se importante não somente para o investimento, mas para o empreendedor sentir suas reais necessidades, suas forças perante o mercado, bem como para o investidor sentir que é de fato um potencial investimento de sucesso. Não caracteriza uma etapa de investimento, mas uma etapa para a empresa saber quais os valores e para onde está indo, sendo que nenhum autor citou essa fase inicial.

Quando se trata da segunda etapa, definição da tese de captação de recursos, originalmente chamada por Carioni (2017) de *definição da tese de investimentos* é cauteloso quando na fase de pré investimento elenca uma etapa somente para que o investidor anjo reflita sobre os critérios importantes para selecionar as empresas que receberão seus investimentos, corroborando com alguns estudos, que mostram como a avaliação de critérios subjetivos são importantes (TYEBJEE; BRUNO, 1984; FRIED; HISRICH, 1994; PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007). Pode até ser confundida com a etapa de *triagem* (TYEBJEE; BRUNO, 1984) e de *triagem específica* (FRIED; HISRICH, 1994), muito nessas fases os autores comentem da aplicação dos valores e não da definição. Quando se trata do empreendedor, pode-se pensar nos critérios selecionados para buscar investidores e investimentos, corroborando com o estudo de Silva e Sarfati, 2016) que mostram a importância da avaliação dos fatores subjetivos para ambos.

Para a etapa de busca de parcerias, chamada por Tyebjee e Bruno (1984) e Fried e Hisrich (1994) de “originação”, para os primeiros quem busca os investidores são os empreendedores. Mas para Fried e Hisrich (1994), os investidores são também proativos ao buscar potenciais negócios, além de desenvolver um networking para buscá-los, o que permite estreitar a relação entre empreendedor e investidor. Riding, Madill e Haines (2007), corroboram mostrando que essa é a primeira fase em que o investidor anjo tem a oportunidade de rejeitar ou aceitar o potencial negócio. Uma primeira impressão antes mesmo de ter lido o plano de negócios ou algum documento. Esta fase coincide também com a *familiarização* (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007) em que o investidor busca conhecer sobre a oportunidade e conhecer o empreendedor e, mesmo que superficial, ainda com a fase de *busca de oportunidades* (CARIONI, 2017) e busca de parcerias (GHOBRIIL et al., 2006)

que envolvem o *network* para identificar e buscar as melhores oportunidades. Amatucci e Sohl (2004) somente trazer a tona a forma como empreendedores buscam investidores e o que os investidores observam nos empreendedores.

Para a etapa de aproximação, Tyebjee e Bruno (1984), a chamam de *triagem*, em que alguns critérios subjetivos, como limitar o investimento ao que lhe é familiar, em termos de tecnologia, produto e nicho de mercado. Isso acontece em consequência de o time de VCs ser em sua grande maioria pequenos para avaliar um grande número de propostas. Para Fried e Hisrich (1994) esta etapa corresponde a “*triagem específica*”, em que acontece uma análise superficial do plano de negócios, somente com critérios subjetivos. Para Riding, Madill e Haines (2007), essas características também estão presentes na fase de *ofertas potenciais e 1ª. impressão*, por ser a fase decisiva antes de começar a *due dilligence*, é decisivo para o IA se investe tempo adicional em avaliar a proposta nas fases seguintes. A *familiarização* de Paul, Whittam e Wyper (2007) corrobora pelo processo de análise do plano de negócio que começa tímido, com o intuito de verificar o interesse gerado para o investimento no negócio. Ghobril et. al. (2006) ao trazer a etapa *aproximação*, coincide a etapa de *triagem* (TYEBJEE; BRUNO, 1984) e de *triagem específica* (FRIED; HISRICH, 1994), justamente por começar os primeiros movimentos de compatibilidade entre empreendedor e investidor.

Na etapa de negociação inicial e negociação posterior, Tyebjee e Bruno (1984), chamam de *avaliação*, definindo-a como única, não a tornando tão específica quanto Fried e Hisrich (1994), que a divide em duas etapas. Apresentam apenas uma fase, indicando a negociação do preço após a etapa de avaliação. Observa-se, entretanto, que no modelo de Fried e Hisrich (1994) o preço é negociado bem mais cedo no processo (avaliação – 1ª. fase), com o nível das atividades de avaliação e envolvimento emocional aumentando significativamente depois que o preço é definido (avaliação – 2ª. fase). Essa mesma fase coincide com as etapas de *triagem genérica, avaliação – 1ª. fase e avaliação – 2ª. fase* (FRIED; HISRICH, 1994), em que começam as análises mais densas, um aprofundamento do plano de negócios unido a avaliação de critérios subjetivos, um maior envolvimento emocional entre empreendedor e investidor, contando com *network* também nessa etapa para avaliação. Também já se inicia um tímido processo de *due dilligence*. Corroborando com estes autores, Riding,

Madill e Haines (2007) e Paul, Whittam e Wyper (2007), mostram que os investidores tentam confirmar suas primeiras impressões e ir mais fundo na oportunidade de investimento, se utilizando do networking também nesse período. O envolvimento pode chegar ao ponto de o investidor já interferir em mudanças do plano de negócios do empreendedor. Carioni (2017) em *habilitação do empreendedor e validação do negócio*, também inclui atividades que proporcionem o investidor buscar uma visão clara do empreendedor, além de *na validação no negócio* elencar uma série de informações que concluam o real potencial de sucesso no mercado. Ghobril et. al., (2006) quando trata do empreendedor divide as informações em *negociação inicial* em que há também o conhecimento mútuo das partes envolvidas, mas também o *valuation* e, *negociação posterior*, em que já investidor e empreendedor já estão mais próximos e começam timidamente a estabelecer algumas cláusulas de contrato.

No fechamento do investimento, é a etapa que compreende a formalização do negócio, cujo valor de investimento será definido e um acordo assinado com medidas que protegem ambos os lados. Segundo Riding, Madill e Haines (2007) esta etapa inicia a partir do momento em que está finalizada a *due dilligence* para começar o processo formal de negociação. Para Carioni (2017), a *validação do investimento* é o momento em que o investidor decide ou não investir, sendo esta considerada uma etapa crítica divide esta etapa em mais atividades, onde estrutura elementos claros para a decisão. Após passa pela melhoria do *plano de negócios*, e aí sim, para o *fechamento das negociações*, em que o acordo é assinado e os recursos liberados.

Na etapa seguinte, de pós investimento, começa o relacionamento pós liberação dos recursos, etapa mais focada pelos autores que tratam do processo decisório de empreendedores (AMATUCCI; SOHL; 2004; GHOBRIIL et. al., 2006, por ser esta bastante esperada por eles. No entanto, para os investidores essa é a fase também esperada, pois é a fase do desinvestimento, em que há o retorno esperado para o investimento, ou o momento em que eles se anulam. No entanto, nenhum dos autores estudados chegou a essa fase para aprofundá-la.

É intensa a interação com o networking do investidor, para melhorar a proposta de investimento, desde a busca de oportunidades até a validação. Esse é um elemento comum de Tyebjee e Bruno (1984), Fried e Hisrich (1994), que

ficam mais evidentes com o estudo de Paul, Whittam e Wyper (2007) e ainda mais com Carioni (2017).

Paul, Whittam e Wyper (2007), assim como Carioni (2017) conseguiram identificar os principais fatores do processo de investimento, mostrando uma aplicação genérica para fornecer um modelo de fácil entendimento, que não apenas contribuísse para a literatura nessa área, mas que também ajudasse as partes interessadas no mercado informal de investimentos a obter uma maior compreensão do processo. No entanto, é evidente que não garantem que se enquadre em todas as circunstâncias de investimentos descritas, pois mesmo processos relativamente simples podem gerar uma variedade na sequência de evento. Não obstante, o modelo é robusto e permite tirar conclusões sobre como o processo de investimento em IA se desenrola (PAUL, WHITTAM e WYPER, 2007).

Os autores de 2ª. geração, trazem como saída (RIDING; MADILL; HAINES, 2007) ou colheita (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007), elementos que tratam como o desinvestimento da empresa pelos investidores, quando acontece a venda da empresa, em que o investimento do anjo é vendido ou anulado, embora os estudos não tenham acompanhado nenhuma situação de desinvestimento e, portanto, o foco não seja tão grande nesta etapa nos estudos citados.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

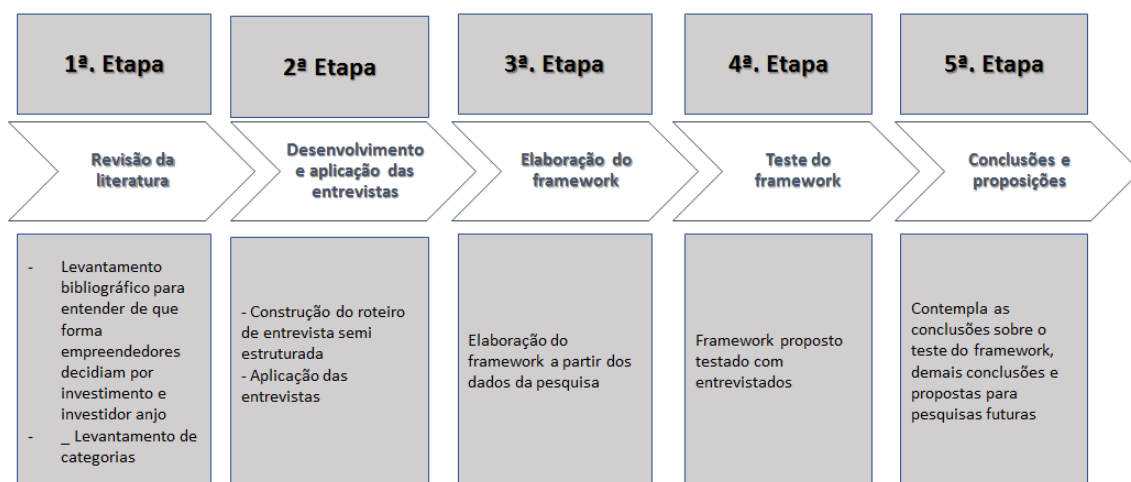
Nesta seção, os procedimentos metodológicos para cumprir o objetivo desta pesquisa, elaborar um *framework* de apoio a decisão de empreendedores de startup em fase inicial para escolha de investidores anjo, serão apresentados e detalhados.

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO E MÉTODO DA PESQUISA

A pesquisa se caracteriza como interpretativa e intersubjetiva. Interpretativa pois busca entender, a partir dos empreendedores de startups entrevistados, os critérios de escolha por investidores anjo, sob a perspectiva dos próprios empreendedores, ou seja, um processo flexível e sensível a visão e contexto em que estão inseridos. E, intersubjetiva, uma vez que o entendimento do processo decisório dos empreendedores por investidores anjos, passa pela interpretação da literatura e ainda pela própria interpretação do pesquisador, além claro, da perspectiva do empreendedor.

A pesquisa foi dividida em 5 etapas principais são apresentadas na Figura 2.

Figura 2 - Etapas da pesquisa



Fonte: elaborado pela autora (2019)



### 1) Revisão da literatura:

Fez-se um levantamento bibliográfico nas bases de dados Scopus, Google Scholar, Ebsco com base em artigos internacionais, utilizando-se dos descritores: “*financial angel investment*”; “*angel investment*”, devido à ausência de discussão ampla no contexto nacional. Os artigos utilizados foram aqueles que discorriam sobre os tipos de investimentos em fase inicial de startups, bem como o processo decisório dos investimentos anjos e de empreendedores.

O objetivo dessa busca inicial era entender as diversas formas de investimento utilizada pelos empreendedores na fase inicial das startups e, principalmente, como o empreendedor escolhe o investidor e o IA. A maior parte dos artigos sobre o processo decisório estava baseado em VC ou de investidores anjo, e mesmo assim foram consultados, mesmo não sendo o objetivo e muito tiveram a contribuir. De posse das informações da literatura, foi possível levantar algumas categorias de análise (conforme Quadro 9) que permitiram ter a base para busca de informações primárias junto aos empreendedores. Elementos sobre a fase de prospecção de investidores, de negociação até a conclusão da captação de recursos fizeram parte do instrumento de coleta de dados.

### 2) Desenvolvimento e aplicação das entrevistas

Com a pesquisa da Etapa 1 e já com o modelo de análise pré-definido, foi possível propor um roteiro para entrevistas semiestruturada para melhor entender o contexto de tomada de decisão do empreendedor por IA na prática, uma vez que foi constada escassez de bibliografia sobre o tema. Desta forma, a metodologia de coleta de dados utilizada foi a de entrevistas semi estruturada. Para Manzini (2004), este método foca em um assunto sobre o qual se elabora um roteiro com perguntas principais, complementadas por outras questões inerentes às circunstâncias momentâneas à entrevista. Para o autor, esse tipo de entrevista pode permitir o surgimento de informações com maior liberdade, e as respostas não tão condicionadas a padrões de alternativas dadas.

O roteiro foi construído levando em consideração os objetivos específicos e as categorias prévias levantadas da literatura como pode ser visto na *Figura 3*. Esta etapa inclui também os procedimentos de coleta de dados, tratamento e análise dos dados da pesquisa.

Os sujeitos da pesquisa foram definidos de forma arbitrária, mas atentando ao conceito de startup: as startups empreendedoras são todas empresas novas, que tentam entrar, ou algumas vezes criam, novos mercados com produtos ou serviços inovadores (STUBNER, WULF E HUNGENBERG, 2007 apud SILVA, 2017). O perfil dos entrevistados buscado era de empreendedores que ainda atuassem no negócio.

### 3) Elaboração do *Framework*

Após realizadas, tratadas e analisadas as entrevistas, foi possível propor um *framework* para apoio aos empreendedores na tomada de decisão por investimento e investidor anjo.

### 4) Teste de *Framework* com empreendedores

Após elaboração do *framework*, foi apresentado a 2 empreendedores entrevistados para ver se ele fazia sentido se aplicada a realidade deles.

### 5) Conclusões e proposições

Contempla a junção de todas as considerações acerca do trabalho apresentado, voltando-se aos objetivos além de propor julgamentos a partir do exposto.

## 3.2 MODELO DE ANÁLISE

O modelo foi construído a partir da literatura que tratava sobre o processo de IA em startups, bem como de empreendedores ao buscar investimento e IA. Para tanto, 5 autores sob a ótica do investidor foram analisados, incluindo autores de 1ª geração, de 2ª geração e outro pesquisador com vivência prática no tema, e, 2 sob a ótica do empreendedor, por serem os únicos encontrados.

Apresentado no item 2.5.3 - Comparação dos modelos de investidor e empreendedor, o quadro resumo mostra as etapas tratadas em cada estudo, agrupadas conforme a sua finalidade e assim as categorias teóricas foram levantadas

A análise dos dados foi feita tomando como referência o momento do investimento, sendo importante a coleta de dados com as startups sobre o pré-

investimento, durante e no pós investimento, tomando como base as etapas levantadas da literatura, com vistas ao processo de investimento do investidor anjo, ligado aos estudos que traziam a perspectiva do empreendedor. Para tanto, partiu-se dos objetivos específicos, das categorias levantadas da literatura e, a partir destes dois pontos, a elaboração de perguntas que pudessem extrair informações dos respondentes. Assim se deu a construção do roteiro de entrevista e do modelo para posterior análise.

Quadro 10 - Construção do modelo de análise (continua)

OBJETIVOS ESPECÍFICOS	CATEGORIAS AGRUPADAS	Perguntas do roteiro de entrevista
<p>Caracterizar a modalidade de IA e o estágio de desenvolvimento das startups no momento do investimento;</p>	<p>- Formação do negócio</p>	<p>- Como surgiu a ideia?            - Quem participou?            - De onde vieram os recursos no começo (empreendedores, família, etc.)?            - Qual produto/serviço procurava oferecer, qual demanda de mercado/necessidade de cliente procurava atender?            - Como evoluiu inicialmente?            - Quais foram os desenvolvimentos iniciais?            - Quais alterações na ideia inicial foram ocorrendo?            - Entraram novos sócios/empreendedores neste período?            - Alterou a composição dos empreendedores?</p>
	<p>- Definição da tese de captação de recursos</p>	<p>- Quando a ideia de buscar IA surgiu?            - O que o levou a isso?            - Quem influenciou buscar IA (pessoas, livros, palestras, etc.)?- Na sua ideia inicial, o que o IA poderia oferecer?            - Quando iniciou a busca pelo IA?            - Como foram os primeiros contatos, com quem, onde?            - Alguém ajudou?            - Quantos encontros foram realizados?            Quais documentos surgiram desses encontros, sejam administrativos ou jurídicos?</p>
<p>Descrever os critérios de escolha e avaliação de investidores anjo realizado pelos empreendedores no momento do aporte.</p>	<p>- Busca de Parcerias            - Aproximação            - Validação do Negócio            - Negociação Inicial            - Negociação posterior            - Negociação do contrato</p>	<p>- Houve contato com outros anjos que com aquele que fez o aporte?            - Como foram estes contatos?            - Porque não prosperaram?            - Foi importante conhecer a experiência profissional e histórico do profissional do investidor ?            - Por que considerou que aquele era o momento de buscar IA?            - Em que fase a startup estava?            - Quais eram as necessidades da startup naquele momento, o que motivou buscar IA?            - Como conheceu o IA que fez o aporte?            - Por que ele pareceu ser promissor?            - O que tinha a oferecer na avaliação do entrevistado?</p>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Como foi o processo de negociação, o que foi negociado entre vocês?</li> <li>- Qual o valor negociado e participação societária?</li> <li>- Qual o papel se esperava que o anjo desempenhasse?</li> </ul>
<p>Quadro 11 - Construção do modelo de análise (conclusão)</p> <p>Analisar os fatores positivos e negativos do processo de escolha de investidor anjo por empreendedores de startups.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pós investimento</li> <li>- Colheita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Como foi a integração do anjo na startup?</li> <li>- Como ele participava?</li> <li>- Como era prestação de contas dos recursos obtidos?</li> <li>- Os recursos foram suficientes para o momento?</li> <li>- O volume de recursos foi bem calculado?</li> <li>- O anjo precisou aportar mais um pouco?</li> <li>- No que mais o anjo ajudou? Network, dicas de gestão, clientes, universidades, etc.?</li> <li>- Quais expectativas quanto ao IA se confirmaram?</li> <li>- O que esperava acontecer e não ocorreu?</li> <li>- O que ocorreu que não tinha expectativa?</li> <li>- O que lhe surpreendeu?</li> <li>- O que faria de diferente no processo de busca de IA com a experiência que tem hoje?</li> <li>- Que recomendações daria a algum investidor que está buscando IA?</li> </ul>
Elaborar um conjunto de proposições de apoio a decisão para escolha dos investimentos em startups, a partir dos dados obtidos.		
Testar o <i>framework</i> elaborado com os gestores/empreendedores das startups entrevistadas.		

Fonte: elaborado pela autora (2019)

### 3.3 OBTENÇÃO, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste tópico tem-se a intenção de evidenciar (1) os critérios definidos para a seleção das startups entrevistadas e forma de obtenção os dados; (2) campo de estudo, (3) forma de análise e tratamento dos dados

As startups entrevistadas levaram em consideração os seguintes critérios:

- Ter atingido o estágio inicial a no máximo 5 anos
- Ter recebido IA

Esses critérios foram definidos com o intuito de que o máximo de informações pudesse ser resgatado das startups. Um tempo muito longo para captação de IA poderia não ter mais a riqueza de detalhes esperado para que os objetivos pudessem ser cumpridos a rigor.

As startups foram buscadas por conveniência de localização geográfica, por meio da rede de contatos do pesquisador, em universidades e notícias regionais. Uma seleção prévia foi feita por telefone ou por whatsapp, a fim de que os critérios fossem checados.

Todas das empresas foram entrevistadas por ao menos um de seus sócio-fundadores, sendo mantido o contato por *whatsapp* quando alguma dúvida surgia ou havia algum esclarecimento que tivesse que ser feito. O

Assim, para este estudo o campo de pesquisa foram empresas catarinenses que fazem parte do ecossistema de inovação, cujas empresas foram escolhidas de forma intencional e por conveniência, todas localizadas na cidade de Chapecó-SC.

Com o roteiro das entrevistas, foram contactadas 9 empresas e destas, 5 atendiam os critérios estabelecidos. Com o roteiro em mãos foram entrevistadas as startups e gravadas com a permissão prévia dos empreendedores/fundadores para analisar a convergência dos pontos abordados no modelo levantado da teoria com a pesquisa de campo. Algumas respostas para algumas perguntas de uma única startup não tiveram a permissão de ser gravadas e, portanto, serão descritas com as palavras e entendimento do pesquisador

As entrevistas foram realizadas no período de 28/08/2019 a 11/09/2019, com ao menos um dos sócio fundadores das startups, com duração média de 40 minutos, deixando-as cientes de que poderiam ser acionadas ou até mesmo realizar novas pesquisas caso fosse necessário, para tirar dúvidas ou esclarecer alguns pontos relevantes intuindo chegar mais perto do cumprimento dos objetivos dessa dissertação. Dessa forma, entendeu-se que para este trabalho o número de entrevistas esgotou os dados necessários.

O roteiro da entrevista semiestruturada foi baseado no modelo de análise advindo da literatura, com foco nos objetivos específicos. Desta forma, compreendeu um conjunto de perguntas referenciais para compor, por fim, o modelo de análise, conforme item 3.2- Modelo de análise

Em relação a análise dos dados, todas as entrevistas foram transcritas e analisadas sem a utilização de softwares, como ATLAS ou NUD\*IST, por serem em número pequeno e permitir, dessa forma, uma maior riqueza de informações. Neste estudo, a análise foi feita de forma artesanal (recorte e colagem),

agrupando as respostas de cada empresa a mesma pergunta para que o padrão de respostas pudesse ser analisado e evidências pudessem emergir da análise

É preciso estar atento também a forma como se analisam os dados coletados por entrevistas semiestruturada pois o grau de subjetividade e interferência do pesquisador é bastante considerável. Por outro lado, muito do que nos é dito também é subjetivo, pois trata-se do modo como aquele sujeito observa, vivencia e analisa as variáveis em questão. É sempre um, entre muitos pontos de vista possíveis. Por isso a importância de ter a dimensão social, dos relacionamentos que estabeleceu, tirando a percepção pessoal (DUARTE, 2004).

A partir desse momento é que se pode fazer o *match* dos modelos de IA e adaptar ao empreendedor. Ao interpretar as entrevistas e checar os modelos teóricos é que foi possível propor um *framework*

A análise se dará por categorias levantadas da literatura e estarão baseadas, dentre elas, nos tipos de investimentos captados, facilidades e dificuldades encontradas na época para busca dos recursos e como se procederam as fases de negociação, tendo como referência o momento de investimento.

Após *framework* elaborado para apoio a decisão dos empreendedores para a escolha dos investidores, este retornará a mão dos entrevistados para possíveis sugestões de melhorias, para críticas e possíveis dúvidas. Desta forma, o modelo de *framework* estará finalizado para publicação.

Não foram aplicadas técnicas estatísticas para análises. Para Godoy (1995), a pesquisa qualitativa não procura mensurar e/ou numerar os eventos estudados, nem emprega estatística na análise dos dados. Envolve a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos, que se dá pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada.

Segundo Godoy (1995), os estudos qualitativos preocupam-se com o estudo e a análise do mundo empírico em seu ambiente natural, com a valorização do contato direto e prolongado do pesquisador com o ambiente e situação em estudo.

Além disso, buscou-se fazer uma pesquisa documental, pois em conjunto com a pesquisa bibliográfica é que se obtém os dados iniciais para uma pesquisa (MARCONI E LAKATOS; 2010). Para tanto, buscou-se modelos de documentos que pudessem ser confrontados com os documentos das startups entrevistadas.

Alguns modelos como de acordo de acionistas, contrato de participação de IA, modelo de mútuo conversível, de questionário para *due dilligence* e modelo de *term sheet* foram encontrados no site da Anjos do Brasil (2019). Nos demais sites somente os formulários online para submissão dos projetos foram encontrados.

Uma análise documental permitiu ampliar conhecimento sobre histórico das startups, sendo contrato social e materiais de apresentação institucional os principais a serem acessados.

### 3.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As dificuldades de literatura que tratam sobre o processo de escolha do empreendedor por investimento e investidor anjo pode ser uma das maiores limitações dessa pesquisa.

Outro fator a ser considerado foi o número de entrevistados, que embora as entrevistas aplicadas foram recorrentes e os dados esgotados, ficaram restritos a uma região e a um perfil de empreendedor.

Os setores das startups entrevistadas não foram critério de escolha e, por conta de sua diversidade, também se tornam um limitador.

## 4 CARACTERIZAÇÃO, DIAGNÓSTICO E ANÁLISE DA REALIDADE ESTUDADA

Este item tem como principal objetivo entender o contexto em que as empresas entrevistadas estão inseridas, além de, a luz da literatura, embasar os achados práticos, conforme o modelo de análise estabelecido.

### 4.1 ECOSSISTEMA DE INOVAÇÃO CATARINENSE

O tema inovação ganha destaque também no Estado de Santa Catarina. A relação entre Santa Catarina e o setor de tecnologia remonta a década de 1960, quando foram fundadas as três primeiras empresas. Santa Catarina é o Estado com maior proporção de startups, uma para cada 40 mil habitantes (ACATEa, 2017). Além disso, como forma de incentivo às startups catarinenses, destaca-se o projeto Startup SC, uma iniciativa do Sebrae SC com o intuito de fortalecer e desenvolver as empresas iniciantes do Estado. O projeto Startup SC surgiu com o principal objetivo de desenvolver e promover o empreendedorismo inovador no Estado de Santa Catarina. Difundindo a cultura empreendedora e por meio da profissionalização da gestão e capacitação é que pretende fortalecer os empreendimentos. Em parceria com a startup Orquestro lançaram o projeto “Mapa das Startups Catarinenses”, um mapa online que tem como principal intuito reunir o maior número possível de startups de Santa Catarina. O site do projeto permite o cadastro das empresas, cujas informações passarão por um crivo antes de serem publicadas. Além do cadastro das startups também permite cadastrar empresas que as impulsionam, como aceleradoras, incubadoras, consultorias, investidores e espaço de *coworking* (STARTUPSC, 2019). Foram mapeadas até agora 384 startups dos mais variados segmentos, além de 5 aceleradoras, 21 incubadoras, 22 espaços de *coworking* e 10 investidores (STARTUPSCa, 2019).

Segundo Teixeira et. al (2017), estão sendo adotadas estratégias, principalmente, em quatro eixos: expansão da infraestrutura para inovação, conhecimentos e talentos, atração de investimentos e capital e redes de colaboração. No eixo de expansão de infraestrutura está a criação de 13 Centros de Inovação (CI) de maneira descentralizada pelo Estado. Surgiu por meio do



Programa Catarinense de Inovação, lançado no ano de 2014. As cidades polos são: Blumenau, Brusque, Chapecó, Criciúma, Florianópolis, Itajaí, Jaraguá do Sul, Joaçaba, Joinville, Lages, Rio do Sul, São Bento do Sul e Tubarão. Em cada um desses polos devem ser estimuladas atividades como espaço de trabalho compartilhado, incubação e aceleração de startups, atração de recursos de empresas âncoras e de investidores e incentivo à pesquisa de novas tecnologias (SC INOVAÇÃO EM REDE, 2019). Florianópolis-SC tem alta densidade de empreendedores com mais de 750 empreendedores para cada 100 mil habitantes, ficando somente atrás de São Paulo (ACATE, 2018). A ACATE (2018) ainda divulga que o número de empreendedores aumentou 5% de 2015 a 2017, sendo este número expressivo e que precisa de ainda mais informação e capacitação para a longevidade das empresas. Outro fato interessante é que mesmo com um aumento de 13,9% do número de empresas de 2015 para 2017, mesmo que a metodologia da pesquisa tenha mudado, o faturamento teve queda de 17,2% a valores correntes, cujos motivos não foram mencionados na pesquisa.

Outro dado interessante é que 50% das empresas de tecnologia existente no Estado de Santa Catarina, que somam 12.635, foram fundadas entre 2012 e 2017 (ACATE, 2018), mostrando que grande parte das empresas podem ainda estar no estágio inicial de desenvolvimento, buscando captar recursos para transformar suas ideias em realidade

As startups catarinenses possuem operação enxuta, muitas vezes formada apenas pelos fundadores. Das pessoas que responderam a pesquisa, 70,97% são os sócios da empresa, o que reflete também o perfil técnico dos fundadores de startups, que criam e executam soluções (SEBRAEa, 2018). Ainda mais interessante é o fato de que 36,45% das empresas respondentes tem menos de 1 ano de vida. Esse fato, reforça a importância dos recursos iniciais, tanto financeiros quanto de mão de obra, para dar suporte a empresa nascente. Esse dado mostra ainda que o ecossistema catarinense está em plena atividade com novas startups surgindo, mas também evidencia que essas empresas enfrentam o delicado estágio inicial de inserção no mercado (SEBRAEa, 2018).

A captação de investimentos externos faz parte da realidade de poucas startups catarinenses, apenas 30,65% segundo a pesquisa. O restante (69,35%) respondeu não ter recebido investimento até o momento (SEBRAEa, 2018).

O contexto das empresas entrevistadas é Chapecó-SC, inserida na região oeste do Estado que contempla 11% das empresas de tecnologia da informação (TI) e é responsável por 8% do faturamento de Santa Catarina. É a segunda região que mais cresce, com índice de 9,6%, atrás apenas da região serrana. No centro dessa região está Chapecó que mostra visível desenvolvimento do setor nos últimos anos, reflexo do crescimento das empresas de tecnologia e inovação e apoio do poder público, entidades e universidades. Os dados são da pesquisa desenvolvida pela Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia (ACATE) em parceria com a Neoway (DEATEC, 2018). A pesquisa também analisou as cidades brasileiras com maior densidade de startups, ou seja, aquelas que têm o maior número per capita desta modalidade empresarial. Chapecó está na segunda posição no ranking nacional, sendo a segunda cidade brasileira com mais startups proporcionalmente à população. A primeira posição ficou com Florianópolis e a terceira com Joinville. (CREDIOESTE, 2019).

As universidades também oferecem apoio importante às startups em Chapecó. A Unoesc oferece a pré-incubadora em que podem se inscrever para a pré-incubação alunos, egressos da Unoesc e colaboradores, inventores autônomos e a comunidade em geral (UNOESC, 2019). Já a Unochapecó disponibiliza a incubação por meio da Incubadora Tecnológica (IncTech), que é um programa de fomento às empresas nascentes, para apoio e criação de novos negócios de base tecnológica e desenvolvimento econômico local (INCTECH, 2019). Outra possibilidade é a Incubadora de Negócios (INNE) um sistema de suporte para que o empreendedor e a pequena empresa encontrem o tratamento e as condições necessárias para seu negócio. Está inserida na Universidade Federal da Fronteira Sul (UFFS). Conta com a modalidade de pré-incubação, em que o empreendedor poderá utilizar a infraestrutura com o suporte da Incubadora para, então, transformar suas ideias em empreendimentos (UFFS, 2019).

A pesquisa proposta auxilia essas empresas que ainda não receberam investimentos, por ser uma ferramenta capaz de mostrar um caminho de acesso aos investimentos disponíveis.

## 4.2 CARACTERIZAÇÃO DA REALIDADE ESTUDADA.

Neste item tem-se a intenção de caracterizar a empresas entrevistadas e o contexto em que estão inseridas. As startups entrevistadas são caracterizadas por codinomes. As startups estão bastante ligadas a área tecnológica, envolvendo inovações em produtos bem como na prestação de serviço. No Quadro 12 está um panorama geral dos entrevistados:

Quadro 12 – Quadro síntese das startups entrevistadas

Startups Entrevistadas	Ramo de atuação	Recursos iniciais	Tempo Empresa/Projeto	Inovação
E1	Embalagens – <i>Internet of things</i> (IOT)	-Sinapse se Inovação	3 anos	Controle de temperatura e rastreamento dos produtos por meio da IO
E2	Agenda inovadora – salão de beleza	Reservas/recursos pessoais	6 anos	Interatividade de agenda eletrônica com consumidor final e com empresas/empresários associados
E3	Gestão para torcedores esportivos	Recursos pessoais	6 anos	Incentivo ao sócio torcedor, por meio de <i>cashback</i> (retorno financeiro), a levar outros torcedores ao estádio. Gestão do clube (do sócio torcedor, receitas financeiras, patrocínios, bilheteria) em plataforma única
E4	Peticionamento online	Recursos pessoais	3 anos	Petições online para auxiliar outros profissionais da área, além de robotização da busca de jurisprudências e leis que embasem o assunto requerido
E5	Topografia - drones	Empréstimo bancário – pessoa física	3 anos	Agrimensura por drones e plataforma própria de gestão dos recursos

Fonte: elaborado pela autora (2019)

Das cinco empresas entrevistadas, pode-se perceber que quatro delas estão voltadas a serviços, embora todas com o envolvimento da tecnologia. É importante ressaltar que quatro das cinco empresas começaram com recursos próprios, sejam de reservas pessoais, ou empréstimo bancário para pessoa

física. Estes permitiram que o tempo de vida das empresas entrevistadas já ultrapassasse os 3 anos de existência.

A maioria das empresas não teve como um único empreendedor do negócio, como mostra o *Quadro 12*

Quadro 12 - Quantidade de sócios empreendedores e novos sócios

<b>Entrevistadas</b>	<b>N. de sócios iniciais</b>	<b>Novos sócios?</b>
<i>E1</i>	2	1 novo sócio
<i>E2</i>	2	1 novo sócio e 1 saiu
<i>E3</i>	1	0
<i>E4</i>	4	0
<i>E5</i>	1	1 novo sócio

Fonte: elaborado pela autora (2019)

Ao longo do tempo outras pessoas foram complementando o quadro de sócios, sendo que apenas uma delas não teve adição ao quadro societário.

O perfil dos empreendedores e entrevistados pode ser visto no *Quadro 13*

Quadro 13 - Perfil dos entrevistados

<b>Startups Entrevistadas</b>	<b>Sócios fundadores</b>	<b>Entrevistados</b>	<b>Idade dos sócios (anos)</b>	<b>Sexo sócios</b>	<b>Entrevistado</b>
<i>E1</i>	2	1	22 24	Feminino Masculino	Sim Não
<i>E2</i>	2	1	32	Masculino	Sim
<i>E3</i>	1	1	37	Masculino	Sim
<i>E4</i>	4	2	27 25 30 32	Masculino	Não Não Sim Sim
<i>E5</i>	1	1	38	Masculino	Sim

Fonte: elaborado pela autora (2019)

Corroborando com dados da Startse (2017), que publica que a média de idade dos empreendedores é de 33,64 anos, o perfil dos empreendedores das startups entrevistadas é de 33,66. Além disso, mostra também a prevalência masculina a frente dos negócios empreendedores.

O grau de escolaridade dos sócios das empresas entrevistadas é no mínimo graduação, com exceção da E1, que tem um integrante com nível médio, todos com perfil técnico. Duas das empresas contam com mestre entre eles.

Outra característica importante é que quatro das cinco empresas entrevistadas passaram por processo de aceleração ou incubação.

As empresas, no momento do aporte estavam com as seguintes características passíveis de serem identificadas no ciclo de vida, conforme Quadro 14.

Quadro 14 - Caracterização do estágio no momento do IA

<b>Entrevistadas</b>	<b>Situação</b>	<b>Caracterização do estágio inicial (AMORIM, 2016)</b>
<i>E1</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alavancagem</li> <li>• MVP desenvolvido</li> <li>• Protótipos desenvolvidos</li> <li>• Validação de mercado e clientes</li> <li>• Sem chegar <i>break even</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Startup</li> </ul>
<i>E2</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sem MVP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seed</li> </ul>
<i>E3</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sem MVP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seed</li> </ul>
<i>E4</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MVP desenvolvido</li> <li>• Alguns clientes</li> <li>• Sem chegar ao break even</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Startup</li> </ul>
<i>E5</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sem MVP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seed</li> </ul>

Fonte: elaborada pela autora (2019)

Ou seja, segundo Amorim (2016), a maior parte das empresas entrevistadas ainda estava no estágio seed, dentro do estágio inicial, em que o financiamento iria contribuir para provar um conceito ou construir um protótipo.

### 4.3 ANÁLISE DA REALIDADE DE ESTUDO

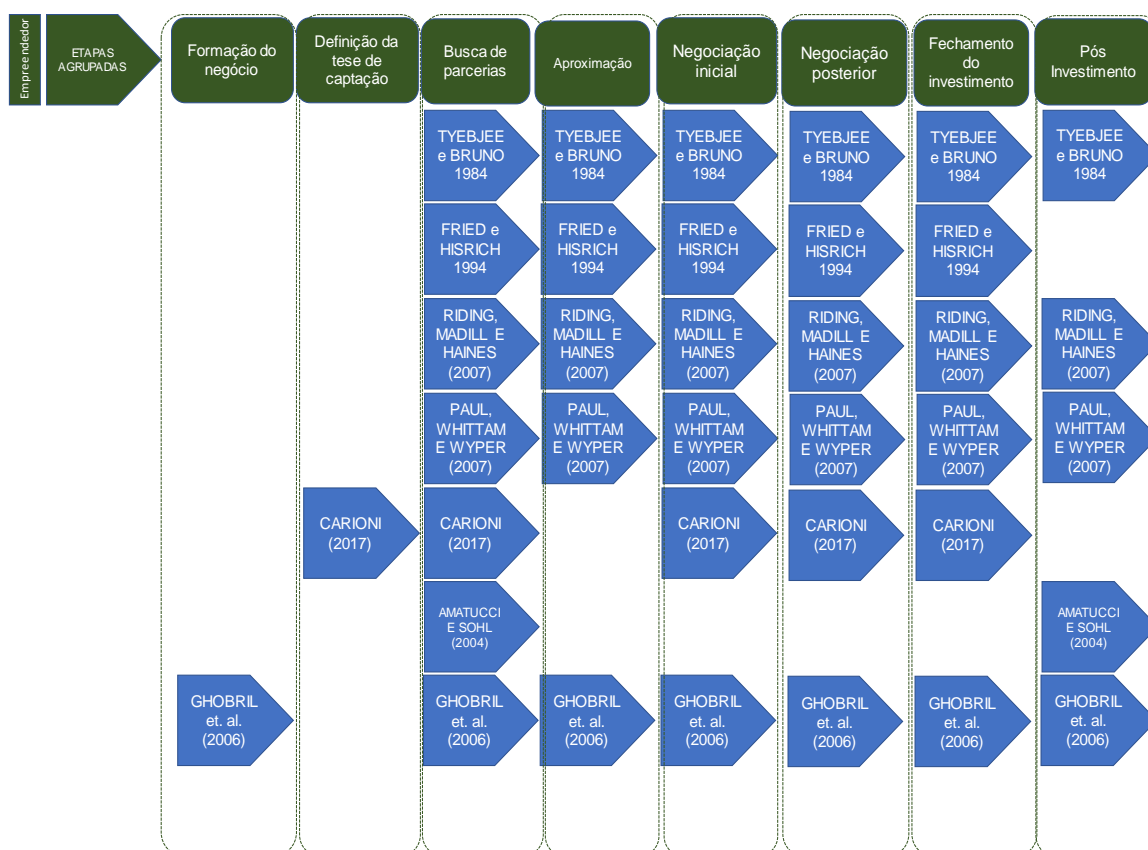
Neste tópico serão apresentados os resultados das entrevistas, sendo analisados conforme as categorias do modelo teórico criado, com base nos conceitos, teorias e nas evidências empíricas levantadas. O modelo foi construído baseando-se em autores que trataram tanto o processo de decisão de IA quanto de empreendedores. Os estudos foram agrupados, de forma que

as etapas e o objetivo de cada uma delas fosse coincidente ou que algumas atividades delas estivessem relacionadas, como mostra o Quadro 9.

Concluído esse processo, na última linha do referido quadro, as etapas foram citadas conforme o rótulo denominado em cada uma delas e a pertinência das atividades relacionadas ao processo de decisão do empreendedor.

Assim, chegou-se ao modelo teórico, conforme a Figura 3

Figura 3 - Categorias da proposta do modelo teórico



Fonte: Elaborado pela autora (2019)

#### 4.3.1 Formação do negócio

Como intenção de contextualizar e iniciar o processo de entrevistas, um dos primeiros questionamentos foi saber como surgiu a ideia de fazer nascer a startup. Como respostas, algumas empresas surgiram da academia, como E3, que desenvolvia a dissertação de mestrado em Portugal e buscou entender os problemas de audiência em estádios com intuito de que a dissertação encontrasse soluções e junto com ela a possibilidade de ter seu próprio negócio.

Mesmo fato ocorreu com a empresa E2, em trabalho de conclusão de curso de graduação, já com vistas ao mercado para que uma solução pudesse ser desenvolvida, como se percebe na própria fala dos entrevistados:

E2 – [descrição do pesquisador] resultou de um trabalho de conclusão de curso da graduação do empreendedor, mas já com vistas ao mercado, para problemas enfrentados com agendamento de horários.

E3 –...surgiu com a minha dissertação de mestrado em gestão esportiva Portugal...o meu problema, que eu queria enfrentar na época era a baixa audiência nos estádios. Eu pensei, já que eu vou ter que estudar e pesquisar vou fazer algo que eu consiga colher frutos lá na frente.

Outras surgiram de experiências vivenciadas pelos empreendedores quando ainda eram colaboradores da indústria e, por perceber algumas deficiências que não conseguiam resolver, buscaram soluções e empreenderam por meio delas:

E1 – trabalhava na indústria, eu tinha vários problemas lá que eu vivenciava (...). Então, a partir daqueles problemas eu comecei a pensar como poderia resolver

E4 - na verdade eu tive um problema jurídico e observei uma deficiência no mercado né, não no formato que ela está hoje, mas uma deficiência...E aí conversa vai, conversa vem, conversa com n advogados, e no meio da conversa um falou: ah, mas hoje o meu problema mesmo e a minha secretária perde várias horas tentando peticionar e não dá certo. Foi aí que a gente se perguntou: por que sua secretaria perde tanto tempo? Não, por que o navegador de um sistema tem versão em java, outro funciona só com o internet explorer, você liga lá no suporte do tribunal ninguém sabe de nada.

Ghobril et. al. (2006) tem como principal objetivo compreender como foi o processo de formação do negócio, as características dos empreendedores, experiências anteriores e do contexto que possibilitaram o negócio existir. Não se trata de uma etapa de investimento em si, mas de uma etapa de reconhecimento. Além disso, o autor percebe a grande importância que os empreendedores dão em criar e vencer desafios, sair do lugar comum e colocar seus objetivos pessoais em primeiro plano, aproveitando a oportunidade que vislumbram.

Esta etapa, além de dar base ao pesquisador, também torna-se importante ao empreendedor compreender o processo de formação do próprio negócio, pois consolida suas características e o que almeja do futuro do negócio

e de investidores, mesmo que ele esteja em constante formação, sendo que as informações ao longo do processo e de sua vida o retroalimentam. Para o estudo de Silva e Sarfati (2016) o autoconhecimento é também um fator chave para a tomada de decisão dos empreendedores para aceitar ou não um sócio.

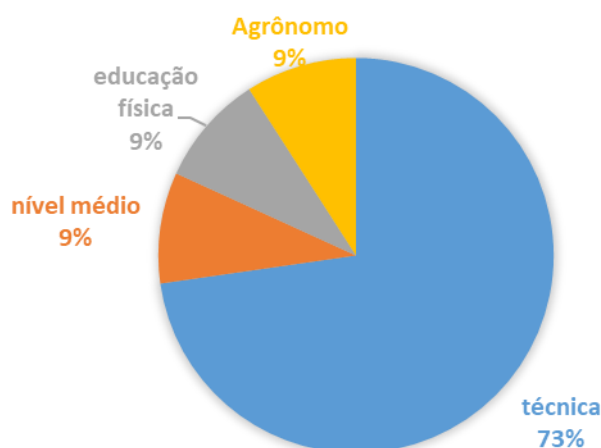
A maior parte dos entrevistados não começou sozinho o negócio. Algumas com sócios, outras com empresas parceiras. Mas o que se pode perceber que buscaram sócios, parceiros que poderiam gerenciar uma parte da empresa em que detinha conhecimento técnico, não necessariamente por busca de recursos ou investimento, como a empresa E1, que entendeu que era preciso ter um sócio responsável para cuidar da parte de programação, e, segundo eles, não deveria estar na mão de um terceiro, pois “nenhum de nós era especialista nisso e é o nosso *core*, nosso principal negócio”. E4 também deixa claro que a busca foi por pessoas competentes e, não por recursos financeiros nesse momento.

E4 - E aí o [nome do sócio] era muito meu amigo, a gente já se conhecia há muito tempo e no dia 0 já liguei pra ele e falei: ó cara, tô com uma ideia... e aí ele embarcou... nessa época eu era sócio de uma outra empresa, sócio bem minoritário, 1%, e tinha dois caras que eram muito bons e a gente conversando, observando o trabalho dos meninos a gente resolveu chamar eles pra sociedade também. Aí chamamos (...) e o que dá pra dizer da [E4] é que não são 2 fundadores, mas são 4. Por que o espaço de tempo entre o negócio rodar e eles virarem sócios foi curto.

A pesquisa de Ghobril et. al. (2006) mostra a predominância de empreendedores com formação técnica, em engenharia e tecnologia e a proximidade destes com a tecnologia de ponta. Os achados para esta pesquisa não foram diferentes, como mostra a Figura 4:



Figura 4 - Formação dos empreendedores das empresas entrevistadas



Fonte: Elaborado pela autora (2019)

Todas as entrevistadas relataram que tiveram que adequar a ideia inicial para que ela pudesse se moldar às necessidades do mercado, como mostram os recortes de algumas entrevistadas.

E1 - A ideia inicial teve que ser moldada pra ter aderência no mercado, por que o principal foco e talvez seja algo que a gente ainda queira conquistar, o que a gente quer conquistar na verdade é monitorar embalagem por embalagem. Só que pra eu conseguir fazer isso a gente desenvolveu até as etiquetas com os sensores que se conectam através de radiofrequência só que ela custava em torno de 30,00 ou 40,00 reais, Então, uma embalagem de queijo que custa 13,99, nunca ia conseguir colocar. Então a gente pensou num mercado de produtos de maior valor agregado, mas mesmo assim são mercados muito competitivos, eles não querem ter tanta alteração e variação de preço. Então a gente teve que mudar nossa estratégia e monitorar mais macro

E2 - No início era pra segmento Pet e o [anjo] fez toda uma análise do mercado e disse olha: bem legal o segmento de vocês, tem 50 mil aqui em SC. Legal né? Sim. Mas olha o segmento de beleza, é 10x maior. A regra de negócio é até mais simples, por que não mexe com medicamento, e não emite nota. Então é mais simples de fazer um produto e um mercado 10x maior. Que tal? Aí a gente topou, ao invés de focar em pet, a gente focou em salão e foi maturando

E4 - Na verdade nós tínhamos várias ideias de softwares jurídico. Desde fazer um editor colaborativo online, gestor de ERP jurídico, foram n ideias. Não tinha um formato definido. Mas inicialmente o foco sempre foi petição... a gente atendeu no início clientes pequenos e sempre teve que trabalhar com os dois segmentos simultaneamente, diferente das empresas que hoje existem no mercado, que ou é automação ou é gestão.

Embora nenhum dos autores estudados fale especificamente do produto, relatam sobre a leitura ou adequação do plano de negócios, construído em conjunto empreendedor e investidor, sob a perspectiva do IA e não do empreendedor (TYEBJEE; BRUNO, 1984; FRIED; HISRICH, 1994; PAUL; WHITAM; WYPER, 2007).

Os empreendedores entrevistados em sua grande maioria não tinham empreendido antes, eram empregados e não tinham a parte de gestão bem desenvolvida para tocar os futuros negócios, como pode ser percebido nos recortes das entrevistas a seguir:

E1 – (...) eu trabalhava na indústria (...) na verdade, eu engenheira, nenhum de nós tinha conhecimento em gestão. Então a gente foi aprendendo na lida. Tem bastante coisa a evoluir com certeza.

E2 - Eu trabalhava numa empresa dentro da área comercial e final do dia ajudava a [nome da sócia (...)]a imaturidade de gestão que nós tínhamos era absurda.

E4 - O [sócio] trabalhava na [empresa], 6, 7, não 8 anos e aí ele meio que largou tudo e veio trabalhar comigo pra gente começar o negócio... nessa época eu era sócio de uma outra empresa, sócio bem minoritário 1%

E5 - trabalhei 8 anos na Alfa como agrônomo responsável. Aí, eu saí, fiquei um pouco parado, cansado de atender o produtor, rodei o estado inteiro, cansei. Trabalhei um tempo em uma multinacional, 2 anos, fui coordenador do estado, aí resolvi montar a minha empresa.

Os achados da pesquisa são convergentes com os argumentos de Storey (1982) e de Shane e Khurana (2003), quando afirmam que o fundador da nova empresa é altamente influenciado por sua experiência como empregado. Este tipo de experiência faz com que o gestor desenvolva habilidades para: a) acessar recursos que ajudam a iniciar a empresa; b) adaptar-se às regras de empreendedorismo; e c) influenciar a realocação dos recursos de maneira nova.

Nesta etapa de formação do negócio, é bastante importante ressaltar que não nasceram por necessidade de capital e a busca maior não foi por recursos, mas foi por ideais, como tratam Ghobril et. al (2006). No entanto, a empresa E1 foi incentivada pela possibilidade de ter recursos do governo, por meio do Sinapse da Inovação, e a empresa E3 pelo incentivo do próprio programa de mestrado que cursava. Entende-se dessa forma, que mesmo que o empreender seja por busca de ideais ou resolução de problemas, com incentivos, muitas vezes, o processo se torna mais acelerado.

E1 - e aí foi o momento em que eu saí da indústria, comecei o mestrado e vi que o governo estava dando alguns prêmios pra quem realmente tivesse ideias inovadoras que era o Sinapse da Inovação (...) com esse aporte, foi que a gente começou a desenvolver a empresa

E3 –...E eu fiz o mestrado em gestão esportiva em Portugal no que se chama de Instituto superior de Economia e Gestão. Todas as ideias que surgem lá e tem potencial comercial eles indicam para o doutorado e fazem uma proteção intelectual do projeto. É muito interessante. Daí [o projeto] foi em 2012, 2013 ficou em primeiro lugar do mestrado...

Os dados da literatura são enfáticos em mostrar a dificuldade de acesso a recursos nesta etapa inicial das empresas, em que 60% dos empreendedores brasileiros, sendo este um fato considerado limitante para abertura e manutenção de novos negócios (GEM, 2016). Esses entrevistados, pelo fato de terem conseguido incentivo público, fizeram nascer novos negócios.

#### 4.3.2 Definição da tese de captação de recursos

Carioni (2017) determina esta etapa como definição de tese de investimentos, cujo objetivo é o investidor elencar algumas empresas que contenham características potenciais para investimento. Por outro lado, entende-se a importância da definição de critérios também para o empreendedor ao buscar investimento e investidores. Por esse motivo, o rótulo da etapa foi modificado para definição da tese de captação de recursos.

Ao tratar do que os empreendedores buscam e o formato como buscam o IA antes mesmo de se relacionar com algum, percebe-se que nada está muito pré-estabelecido. Há uma construção ao longo do caminho, de *pitch após pitch*. A empresa E4, deixa clara esta construção, quando o investidor questiona sobre qual é o *valuation* da empresa, por exemplo, sendo esta informação bastante importante de ter em mãos antes de buscar um investidor:

E4 - (...) na verdade foi uma construção. Para o primeiro anjo, foi onde que a gente descobriu que tinha que calcular o *valuation* da empresa e o *captable*. Até então, a gente não sabia nada desses termos. (...). Até então a gente só sabia que precisava x valores pra sobreviver (...) e aí foi onde que a gente começou a pesquisar (...)

A E2, também comenta que foi uma construção juntamente com investidores e outras pessoas relacionadas ao networking. E3, foi por algumas

tentativas práticas definir a tese de qual era o melhor formato para buscar ou não investidores. Mas como bem recomenda teria buscado antes o IA par não perder recursos e *timing* do negócio. A definição de tese quer justamente o contrário, que as empresas reduzam seus erros na prática, evitando perda de tempo e recursos, já bastante limitados nessa fase, para que os negócios sejam alavancados ou entrada no mercado seja ágil.

Ao tratar as atividades relacionadas a esta etapa, Carioni (2017) aponta para delimitar as principais características buscadas, neste caso busca do IA pelo empreendedor. As características mencionadas por ele compreendem a importância de definir o setor da indústria, ou nicho de mercado de atuação do investidor anjo, estágio de maturidade em que as startups se encontravam no momento do aporte. No entanto, para o empreendedor entende-se que a seleção de critérios é também feita, mas com outro enfoque, analisando as suas reais necessidades, como a de *smart money*. Por outro lado, há complementariedade com o investidor anjo, quando o assunto é percentual de participação e valor a ser captado.

Dois assuntos convergentes para esta etapa podem ser acompanhados nos recortes das entrevistas a seguir e são importantes nesta etapa: a) a startup queria investimento para mudar de fase; b) tinha que ser um anjo, por que o *smart money* era mais importante que o recurso. Por *smart money* as empresas resumem a gestão, networking, tomada de decisões estratégicas na empresa. Mason (1996) define *smart money* como as habilidades comerciais, experiência empreendedora, conhecimento de mercado e uma ampla rede de contato dos investidores.

Quando as startups entrevistadas foram questionadas sobre como surgiu a ideia de captar recursos de IA, as respostas convergiram para um único ponto: era preciso mudar de fase, sair do patamar de onde estavam, como mostram os relatos:

E1 - um ano depois a gente estava num momento de vender e crescer, momento de tração.

E2 - Era ter um negócio pra vender, a gente só tinha uma ideia do que era pra fazer (...) Sem dúvida nenhuma a gente não teria levantado o negócio se não fosse ele.

E5 - Eu precisava de recurso, por que estava acabando, mas acima de tudo eu precisava pulverizar a empresa dentro do estado, pelo menos aqui pelas empresas que eu já conhecia

Até mesmo os empreendedores que buscaram IA, motivados por captar recursos financeiros, ao mesmo tempo elencavam o *smart money* como fator decisivo dentre as alternativas. O porquê buscar um IA ao invés de outros tipos de recursos também estava claro para a maioria das empresas.

E1 - E é isso que é importante quando a gente busca o investimento, ter esses investidores junto, pessoas experientes nos orientando e nos ajudando, fazendo networking e com dinheiro pra que eu possa escalar, pra que eu realmente cresça rápido, pra que eu possa contratar

E4 - é que o anjo na verdade foi muito mais pelo networking (...) a gente até considerou em pegar uma linha de crédito. Só que naquele momento a gente não queria só o dinheiro, queria tudo que vinha junto. Acho que a nossa maior questão sempre foi: ahh, a gente não é do meio. Então o anjo vinha pela questão do networking, por toda essa questão. E outra, parecia uma boa ideia estar aqui, num ambiente de startups, até por que nós não sabíamos que era uma startup. E a gente queria crescer como uma startup cresce né. Então essa era a proposta. O financeiro assim foi a sustentação, mas entre uma linha de crédito e o [anjo] eu ainda apostaria no anjo. Teve muita coisa que aconteceu aqui que ajudou a gente a crescer. E o momento que você está vivendo o negócio, está muito envolvido e essa ajuda faz a diferença (...) e a gente queria a expertise do anjo, marketing, estratégia...então só o dinheiro não iria trazer toda essa bagagem

E5 - Por que na verdade o que eu queria, não era somente dinheiro. Pra mim, dinheiro ia fazer uma boa diferença? Ia. Mas dinheiro eu conseguiria também com banco. Eu queria o *smart money*

Esta etapa foi descrita apenas por Carioni (2017). No entanto, dos relatos dos empreendedores há um entendimento de que o mínimo de informações e critérios precisam estar estabelecidos ao buscar um IA: a) motivos de buscar IA ao invés de outras propostas de recursos; b) formato e fundamentos da busca de IA (*valuation* e percentual de troca).

#### 4.3.3 Busca de parcerias

Na etapa de busca de parcerias, segundo as empresas entrevistadas algumas características comuns puderam ser percebidas: a) proatividade do empreendedor ao buscar IA; b) busca de intermediários/networking; c) identificação de necessidade de capital; d) escolha do perfil do parceiro e e) formas de busca de IA.

A proatividade dos empreendedores pode ser percebida nos relatos abaixo. Com exceção de E3, em que o investidor buscou a startup para investir:

E1 - Lá em 2017, eu conheci eles em um evento e eles falaram: olha, manda lá e tudo mais, só que a gente estava ainda muito crus, não tinha clientes, já tinha protótipos, já tinha piloto, mas não tinha assim clientes efetivos.

E2 - apresentamos o plano de negócio para o então, dono da indústria que eu trabalhava, ele não disse que não queria investir, mas apresentou para amigo [anjo], (...) comprou muito a ideia

Embora para Fried e Hisrich (1994), inferem que os investidores assumem uma postura mais proativa, buscando o networking para atrair potenciais oportunidades de investimentos, a prática mostrou-se diferente, em que a atitude mais proativa foi do empreendedor. Essa informação demonstra a importância de a etapa anterior (definição da tese de captação de recursos) estar bem fundamentada, já que o empreendedor também tem em suas mãos a busca de investidores e oportunidades mais compatíveis com seu negócio e perfil.

Outro ponto a ressaltar é que a busca de investimentos e investidores provoca alguns questionamentos nas empresas e desperta, em certo grau, insegurança e a necessidade de ter alguém por perto para auxiliar, alguma opinião especializada para prosseguir com a busca. A maior parte das empresas, com exceção de E4, estavam incubadas e a importância que tiveram foi reconhecida pelas startups, corroborando com os dados de Salamzadeh e Kesim (2015), que inferem que no estágio de entrada no mercado as startups buscam esse tipo de mecanismo, comprovados pelo recorte enfático da entrevista abaixo:

E1 - Então a gente teve um suporte bastante importante da aceleradora nesse sentido (reestruturação do negócio) e quando a gente saiu do processo de aceleração, um ano depois a gente estava num momento de vender e crescer, momento de tração.

Tyebjee e Bruno (1984), comentam que é nessa fase em que começam a aparecer as oportunidades que muitos intermediários aparecem. Além do auxílio de incubadoras e aceleradoras, foram interferências e intermediações para aproximar o empreendedor do investidor, como os relatos a seguir:

E2 - apresentamos o plano de negócio para o então, dono da indústria que eu trabalhava, ele não disse que não queria investir, mas apresentou para amigo [anjo], (...) comprou muito a ideia

E4 - Na verdade lá em 2016, o [amigo], na verdade, indicou. Mas nesse ano, 2017 estava acontecendo uma onda de startup, tinha recém entrado numa febre de startups no Brasil, investimento, essas coisas (...) nosso amigo, e também foi coordenador do meu curso e em contato com alguns outros investidores, por que nesse pré-anjo, a gente teve muitos contatos (...) E a gente teve um papo com o [nome do outro amigo] também, lembra, que ajudou bastante no *pitch back* que a gente teve que montar.

Para Riding, Madill e Haines (2007), sob a ótica do IA, dizem que há duas formas principais pelas quais eles se aproximam do empreendedor: 1), por meio de incentivos governamentais e por redes de associações de IA. Sob a ótica do empreendedor a pesquisa mostra que pelo *networking*, foi a principal forma de aproximação.

Fato é, que para todas, mesmo que o *smart money* fosse um dos motivos, aliado a ele estava a busca por recursos, para mudar o *status quo* em que estavam. Esse foi o principal fato gerador para a busca de parcerias. Embora os recursos pessoais deram o pontapé inicial para as empresas para 4 das 5 empresas entrevistadas, como pode ser percebido no relato da empresa E4:

E4 - Acabou o dinheiro, basicamente o dinheiro que a gente tinha aportado no início acabou. Aí a gente já estava com nome no SPC, as bombas acontecendo e a gente olhou e falou: meu, agora chegamos no nosso limite, precisamos de mais grana pra rodar e aí vem o desafio entre você desistir de tudo que é onde 90% das empresas morrem ou buscar alternativa

Para Ghobril et. al. (2006), a busca de parcerias é também caracterizada pela identificação das necessidades de recursos financeiros, que segundo a pesquisa dos autores concluiu que de uma forma geral no início são supridas pelo capital dos empreendedores. Nesta pesquisa, os achados não são diferentes, que em sua maioria começaram com recursos pessoais, como a empresa E3 que “até o IA já tinha aportado 60 mil reais”, ou por empréstimos bancários para pessoa física, como a empresa E5.

Percebe-se que os empreendedores até buscaram outras alternativas de financiamento, pelo empréstimo pessoal feito por E5, pela busca de E4 por linhas de crédito, mas o que mais motivou a buscar o IA, foi o “algo a mais”. Ghobril et. al. (2006), nesta etapa considera a análise de alternativas dentre as atividades. Segundo ele, o empreendedor que buscou investimentos encontrou dificuldades com garantias reais, recursos oferecidos pelo governo, que na época não eram tão disponíveis. Estas, encontraram alternativas em VC. Alguns, pela publicidade

das empresas receberam propostas de VC e assim prosseguiram. Para a presente pesquisa esta atividade corrobora com a definição de tese de captação de recurso, em que no caso dos empreendedores entrevistados tinham opções de busca de linhas de crédito, mas como alternativa melhor encontravam no anjo, unanimemente, pelo algo a mais que o traz junto.

As parcerias também são estabelecidas pelas compatibilidades entre empreendedor e investidor e, por isso a escolha do perfil dos parceiros se mostra bastante importante nesta etapa. Alguns pontos pesaram para a escolha dos IA, dentre elas localização geográfica, para E2, E3, E4 e E5; expertise em gestão E1, E2, E5; nicho de mercado para E1, E3, E4 e E5 e auxílio em tomada de decisões estratégicas para todos, como pode ser comprovado nos recortes a seguir

E1 - É por exemplo, a gente tá negociando com uma grande empresa, multinacional. Nós três inexperientes na parte da gestão, da negociação. A gente chama ele e fala ó: a situação é essa e essa, o que eu posso fazer? Nesse sentido. Daí ele vai lá, ele fala, ele orienta, vai por esse caminho, ou tenta conversar isso, ou negocia dessa forma por que eles têm como fazer tal coisa. Ele já passa a experiência pra gente. Outro investidor que ele trabalhou muito tempo com hardware ele fala: faz esse contato, tenta conversar com esse pra trabalhar no hardware, eles vão dando esses caminhos e vai facilitando pra gente, que pra nós é fundamental. (...) a gente sempre escolheu: tem que ter alguém que conheça a área, tem que ter pessoas que possam nos ajudar a prosperar, a crescer.

E2 - Ainda que a gente está em Chapecó. Imagina SP, 100 mil acaba em 6 meses

E3 - Mas eu vi dois perfis, por ser da área esportiva, por entender do que eu to falando, para se caso a empresa crescer ele poder assumir algum cargo dentro da startup e outra a abertura no Clube

E4 - e eu acredito também pelo fato de ela estar em Chapecó. Tinha até propostas muito boas em SP (...) mas decidimos então ficar por Chapecó, lugar certo na hora certa (...) por que em SP a gente tinha propostas financeiras melhores. Mas o que a gente sempre viu foi a questão do networking, que era da área de advogados (...) eram advogados (...) o grande diferencial pra nós foi eles serem da área, por serem advogados, por entenderem do negócio, as dores

E5 - Sim, *smart money* foi o principal. Precisava de alguém com nome, com respaldo, que estivesse no meio, pra levar minha empresa para várias outras empresas, que é o caso do investidor. Ele está envolvido com diretoria de banco agrícola. Então isso ajuda muito.

Ghobril et. al. (2006) conclui sobre a escolha de perfil do parceiro em que o empreendedor observa: que tenha experiência no mercado de atuação, expertise em negociação, sendo localização geográfica também um ponto



considerado pelos empreendedores. Paul, Whittam e Wyper (2007) corroborando com os relatos, apresenta também a preferência do anjo de investir próximo de casa, complementando com o relato de um IA que diz que os investimentos distantes, precisam ter fatores realmente bons para compensar.

Ghobril et. al. (2006) também se preocupou em sua pesquisa com as formas de busca dos empreendedores por mais investimentos. Algumas conclusões é que foram por meio de reinvestimento, por meio de outras rodadas, de novos sócios. Considerando o estágio das startups entrevistadas nesta pesquisa, estágio inicial, definido no Quadro 14, item 4.12, conclui-se que as formas de buscas, não são por meio de novas rodadas de investimento, mas por a) pesquisa na web, b) networking, c) eventos especializados para a área, como mostram os relatos

E1 - também submeteu ao AdMaCom, uma competição de startups em Berlim (...) Startup Brasil (...) e a aceleração (...).

E4 - ah, mais networking (...) mas a gente gastou dinheiro próprio em viagem pra dar uma difundida, a gente fez contato com algumas multinacionais.

E5 - E aí nisso, entrei num site procurando anjo aqui em Chapecó e vi [anjo] e fui lá e conversei....

Amatucci e Sohl (2004) e Carioni (2017) salientam que dentre as atividades desta etapa está o networking como sendo bastante importante para aproximar investidor do empreendedor, além de pesquisa informações para aprofundamento da proposta, corroborando com os dados da pesquisa.

Nesta etapa de busca, é onde informações importantes entre empreendedor e IA são trocadas, mesmo que ainda não se conheçam e não tenham se encontrado. A E1 comenta do preenchimento online para submissão do plano de negócio, trocas de e-mail e mensagens, reuniões online, para que após isso pudessem se encontrar e alinhar visões.

#### 4.3.4 Aproximação

Passada a etapa de busca de parcerias, chega a hora de investidor e empreendedor se conhecerem e estarem frente a frente para alinhar a possível parceria. A aproximação, segundo os entrevistados, aconteceu por a) intermediação do networking para aproximar empreendedor e IA, b) eventos da

área, c) encontros informais entre empreendedores e IA, como fica claro nos relatos:

E1 - a gente conheceu eles num evento, Inovativa Brasil, que é o processo de aceleração, o maior do Brasil, que eles chamam, que promovem networking e capacitações

E2 – ...apresentou plano de negócio (...) adorou e aí começamos todo dia a nos reunir num café ou na empresa ele ia maturando o plano de negócio.

E3 - E disse: olha, a gente tem amigos em comum [mídias sociais], vamos se conhecer, quero saber mais do teu projeto, aí eu fui no escritório dele e aí começou. Foi bem legal. Importante sempre publicar o que você está fazendo sabe

E4 - o [amigo], na verdade, indicou (...) E aí a gente acabou passando por vários outros.

A etapa de aproximação na prática, nada mais é do que novamente uma apresentação da empresa, uma vez que na etapa anterior os documentos para conhecimento da empresa já haviam sido enviados, e início superficial das negociações. Para Ghobril et. al. (2006) esta etapa compreende a preparação da estrutura societária, aproximação das partes, verificação de compatibilidade e entendimentos preliminares, corroborando com os dados encontrados na pesquisa. Para Tyebjee e Bruno (1984) a escolha do investidor pela familiaridade com produto, tecnologia ou nicho de mercado, é sentida neste momento, cuja etapa faz sentido para os autores denominar *triagem*, num momento que as opções levantadas começam a ser descartadas.

De certa forma então, as opções começam a ser triadas. Isso pode ser percebido, e os motivos pelos quais algumas opções não prosperaram. Dentre as principais causas citadas a) não compatibilidade do anjo com nicho de mercado do empreendedor, b) propostas abusivas por parte dos IA, como se percebem nos relatos a seguir:

E1 - eles não investem em empresas de hardware. É no caso assim, os investidores ele tem esse certo receio com hardware, mas a gente sempre deixa claro que o nosso foco é o software independente do hardware que a gente use, de como eu colete a informação, a proposta de valor, o que eu entrego de diferente tá no sistema, mas ainda assim eu preciso do hardware. Aí eles comentaram que eles não têm domínio e conhecimento.

E4 - teve anjos que tentaram aquisição, outras propostas, tentaram um monte de coisa. Mas tinha muito investidor de gado, que queria investir

e esperar crescer (...)mas as propostas que vinham eram muito fora da realidade(...) anjo modelo Brasil, 50% por 10 mil reais (...) propostas de fora que a gente até considerava boas, mas digamos assim, tu ia queimar o capital deles ali só no custo de vida (...) Por que nessa hora o cara tem que estar com a cabeça muito boa. Por que o cara tá sem dinheiro, com o negócio prestes a morrer e os caras tão lá oferecendo 50 mil reais pra ser sócio majoritário.

Os relatos corroboram com a literatura, em que no momento em que a aproximação começa de certa forma a triagem também é feita (TYEBJEE; BRUNO, 1984, FRIED; HISRICH, 1994).

#### 4.3.5 Negociação inicial

Para Ghobril et. al (2006) diz que a negociação inicial é quando há um conhecimento mútuo, quando há a possibilidade de reestruturação do negócio e o *valuation* da empresa. Os achados práticos mostram algumas ocorrências cujas informações convergem com a pesquisa do autor: a) tempo de negociação/conhecimento mútuo, b) formato de contato, c) forma de cálculo do *valuation*, d) busca de informações adicionais para checar alternativas, e) frequência de contato com o IA

O conhecimento mútuo apresentado na negociação inicial não tem um tempo definido para acontecer, pode variar em tempo e em formato. Há empresas que demoraram 2 semanas, como E4, e outras que passaram de 6 meses como E1, chegando a um ano, como E5. E3 teve a duração de no máximo 3 meses, como ele expõe no relato.

E3 - ...nós ficamos negociando verbalmente por 2 ou 3 meses pra gente se alinhar, pra ver o que ele realmente ia acrescentar, quais eram as expectativas de retorno dele desse investimento., por que não tinha faturamento, por que é um investimento de médio/longo prazo, muito arriscado e daí depois que a gente se alinou

Conhecimento mútuo, segundo Ghobril et. al. (2006) acontece durante o longo período de negociação em que ambas as partes analisam os aspectos envolvidos no negócio. Fried e Hisrich (1994) e Carioni (2017) que 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 expectativas. Paul, Whittam e Wyper (2007) também afirmam que este é o

momento de confirmar as primeiras impressões e ir mais fundo na oportunidade. O que não está definido tanto na literatura quanto nos achados empíricos é qual o tempo de duração desta etapa, pois confirma-se que é específico de cada negociação.

Quanto ao formato em que começaram a negociação inicial, ele aconteceu tanto de maneira mais informal, como para E2 e E3, ou em conversas mais formais, como para E1, percebida a formalidade e estruturação do IA para conduzir o processo de maneira mais formal:

E1 – Quando a gente fez o processo de aceleração na ACE (...) nos ajudaram em alguns pontos, mas por exemplo, abriu o formulário (...) a gente foi lá se inscreveu no formulário e submeteu. Depois a gente teve uma conversa online, depois da conversa online a gente foi pra SP, fez apresentação para o grupo de investidores lá, mostrou nosso potencial, daí mandou os documentos, orçamentos, DRE, balancete e as informações financeiras pra daí realmente eles darem o ok (...)

Entende-se dessa forma que para os empreendedores, não há um formato estabelecido para o encontro com os IA, e que na maioria das vezes são eles que estruturam e conduzem o processo de negociação.

Quando se trata da forma de cálculo do valor da empresa os resultados são pouco técnicos, são mais empíricos e de cunho prático. Alguns empreendedores, como E1 buscaram networking especializado para auxiliar no cálculo e, também na apresentação de alguns indicadores:

E1 – para o *valuation* da empresa, calculamos alguns indicadores, tivemos apoio de um administrador com experiência na área financeira e de um próprio investidor para identificar as informações mais importantes

Outros já se moldaram as condições de necessidade de recursos para também avaliar a empresa:

E3 - É bem difícil você fazer ou receber uma proposta por que você não sabe quanto vale a sua empresa, por que por exemplo, vou te dar x reais, mas baseado em que? Não tem faturamento, não tem bens, não tem giro nenhum. Aí foi tudo baseado em um estudo de potencial comercial. (...) Foi aproximado o valor de 1 milhão de euros na época. Então dá 3,8 milhões. Só que daí vindo para o Brasil eu sei que a ideia no papel não vale nada. Então eu baseei o valor de 1 milhão pra receber esses investimentos e por enquanto está dando certo.

E5 - ...eu tinha um valor que precisaria para desenvolver a empresa dentro de 1 ano para a empresa se auto sustentar, investir, alguma

coisa em equipamentos por tantos % da empresa (...) No início o *valuation* era 2 milhões e foi baixado bem, por que como que ia valer mais se não tinha nem produto. Na verdade, eu estava numa ideia, não tinham nem venda e nem serviço, estava numa ideia. Foi construído a partir dos investidores (...) minha empresa até então não tinha nem venda nem nada, o *valuation* foi baixado a mínima coisa pra chegar no acordo que a gente tinha.

Os resultados da pesquisa de Ghobril et. al. (2006) mostram que a parte mais difícil para as negociações é o *valuation*, pois segundo Tyebjee e Bruno (1984) os negócios tem pouco histórico e os investidores e empreendedores, muitas vezes, contam com uma avaliação subjetiva de alguns critérios, dentre os principais, habilidades de gestão, tamanho do mercado, taxas de retorno, porém poucos formalizam uma avaliação analisando risco e retorno, do porquê ou não investir. Os achados desta pesquisa não foram diferentes, sendo o destaque para a forma de calcular o valor da empresa considerando mais a necessidade de recursos. De fato, esse é um ponto importante, mas é preciso separar o valor da empresa e necessidade de recursos para que o empreendedor mesmo possa avaliar o potencial do seu negócio e o tempo que persistirá a investir no negócio (FRIED; HISRICH, 1994).

A busca de informações adicionais para checar a alternativa não está tão presente nos empreendedores nesta etapa. No entanto, o que se percebe é uma avaliação de muitas variáveis pertinentes a cada caso, olhando ambiente, localização, oportunidades de continuidade, como mencionado pela empresa E4:

E4 - a gente colocou o nosso senso de urgência, que estávamos em negociação também com outras empresas (...)na verdade na época tinha uma empresa da área jurídica que já tinha feito proposta de aquisição. E aí a gente abriu o jogo. A gente não vai deixar o negócio morrer, a gente quer continuar, mas se vocês na investirem a gente vai seguir adiante. É uma, das perguntas que vinha era: se a gente não investir, o que vocês vão fazer? A gente falava; não, a gente está negociando com outras empresas, temos proposta de aquisição, tem outro fundo interessado, entendeu, mas o melhor custo benefício é vocês, mas temos outras alternativas. (...) Acho que eles também observaram que era importante fazer isso meio rápido até por que eles entrando no negócio seria deles e precisaria estar prosperando rápido né! Mas foi uma conversa super tranquila e super direta.

O networking, para busca de informações adicionais, como mencionado por Fried e Hisrich (1994) está presente nessa fase. No entanto não foi tão enfática a percepção no campo de estudo.

Quanto a frequência dos contatos é unânime entre os empreendedores que próximo ao fechamento os encontros e conversas são bem mais frequentes. E que, passado um tempo de maturação do relacionamento, os IA são solicitados pelos empreendedores, como enfatizado por E2:

E2 - Nós tínhamos reuniões quase que semanais, em que a gente apresentava resultados, aí a gente planejava os próximos passos e estratégias pra desempenhar. Com o tempo isso foi se perdendo. Mas eles sempre ficaram muito próximos até pra saber onde o dinheiro estava sendo investido, as conquistas, os problemas e como foram contornados. Isso durou 1 ano, vai quase nem um ano. hoje ainda eles estão na parte estratégica, mas diferente já. Se a gente precisa a gente marca alguma coisa (...) deixam a gente trabalhar. As decisões nós tomamos. Só quando a gente mesmo quer

E4 - Eles constroem as pessoas que estão no negócio pra que eles não se envolvam. Então hoje a gente tem autonomia total. Só claro, quando a gente vai fazer uma negociação ou tem uma proposta, por contrato e ética, a gente chama todos eles, marca uma reunião e passa tudo o que está acontecendo. Mas o [anjo] se integrou na empresa por meio de reuniões e afinando um pouco as skills que a gente não tinha, como marketing, nós não somos de marketing, não somos de venda e eles afiaram um pouco essas aptidões com a gente e ajudaram a gente sempre nas decisões estratégicas. (...) hoje eles se envolvem menos. A impressão que eu tenho é que eles já sentem que fizeram o a papel deles, do tipo, eles já conseguem tocar mais e a coisa anda. (...) Os caras se envolvem e acho que eles se envolvem do jeito certo no negócio. Se precisar, se ligar (...) ele vem aqui, mas no dia a dia eles não estão aqui enchendo o saco com picuinha sabe. Por que esse é o objetivo né?! É o negócio deles, mas não é isso que eles fazem. É o negócio deles, mas não é a vida deles

Fried e Hisrich (1994) expõem o fato de que os investidores de estágio mais iniciais tendem a contactar mais a empresa do que os investidores em estágios mais avançados, pois tendem a especializar melhor o time dos negócios entrantes no mercado, corroborando com os dados da pesquisa

Quando Ghobril et. al. (2006) fala que dentre as atividades desta etapa está a reestruturação do negócio, o IA foi bastante importante para dar continuidade na empresa, ou seja, foi o motivo pelo qual elas estavam buscando o IA, para mudar do patamar em que estavam, como visto no item 4.3.2 Definição da tese de captação de recursos. A reestruturação pode ser percebida de maneira mais enfática no pós investimento.

#### 4.3.6 Negociação posterior

Nesta etapa, prestes a fechar a parceria, o envolvimento entre IA e empreendedor é bastante forte. E foi unânime, ao perceber do empreendedor que a principal preocupação seria de frustrar o IA, como percebido nos recortes das entrevistas a seguir:

E1 - Acho que a maior preocupação é não conseguir entregar aquilo que eles criaram expectativa

E3 - A preocupação pessoal que eu tive foi de frustrar ele, por que ele depositou uma confiança muito grande em mim, de chegar: olha, eu tenho um valor, te dou, te deposito numa conta pessoal pra eu administrar. Então a preocupação talvez não era nem com ele, mas era comigo de não atender as expectativas dele. (...) Então a preocupação era de eu não frustrar ele, de certa forma eu não atender as expectativas dele.

Fried e Hisrich (1994) inferem sobre esse comprometimento emocional existente. Ghobril et. al. (2006) reforça e mostra que há um empenho por atingir metas e realmente fazer o negócio funcionar por conta desse envolvimento. Outro ponto convergente nesta etapa é que embora alguns empreendedores, como E5, tinham a preocupação de como seria a gestão, se o IA iria ditar regras, sendo algo que ele não gostaria, foram unânimes em dizer que os IA deixavam os empreendedores livres para agir, mediante prestação de contas e sempre à disposição para qualquer intervenção necessária.

Algumas cláusulas de contrato, antes mesmo de decidirem firmar a parceria já começam a ser desenvolvidas nesta etapa, como forma de gestão, além de algumas dicas para reestruturar o negócio. Carioni (2017) sob a perspectiva do IA, afirma que essa é uma etapa conclusiva, antes da formalização do negócio, e que de fato algumas decisões contratuais já começaram a ser desenvolvidas mesmo que informalmente. E2 diz que “nessas jantas, conversas em bares, as principais palavras do contrato foram dadas depois de rodadas de cerveja”. E2 mesmo reforça do cuidado que se deve ter no calor do momento da negociação.

Por este mesmo motivo, foi questionado aos entrevistados se algum documento ao longo do processo de negociação surgiu, como termo de confidencialidade, muito embora os autores cujo modelos estão em análise não

referenciam, além do contrato final e *Term sheet*. Segundo os entrevistados, somente E1 fez um termo de confidencialidade, como E1 mesmo diz “lá pela metade da negociação é que a gente foi tratar”. Os demais entrevistados não confeccionaram nenhum tipo de documentos antes do contrato final. E4 entendeu não ser necessário, assim como os demais, que apostavam em uma relação de ganha-ganha.

O processo de *due dilligence* nesta fase deveria estar finalizado segundo Paul, Whittam e Wyper (2007). Para as entrevistadas esse processo quase nem ocorreu ou foi se dando de maneira natural, após assinado o contrato, como se fosse um novo colaborador entrando na empresa, em que precisaria conhecê-la. Para E1, somente é que de fato aconteceu o processo de *due dilligence* propriamente dito.

E1 - Daí a gente foi aprovado e começou o processo de *due dilligence* (...) mandar uma lista que tinha mais uns 30 ou 40 documentos. Então tudo, sobre os sócios, sobre a empresa, então tinha que mandar tudo realmente. Foi uma papelada bem grande que a gente teve que reunir pra daí poder receber o aporte e assinar o contrato, ou assinar o contrato e receber o aporte.

Paul, Whittam e Wyper (2007) dizem que nessa etapa final de negociação não há nenhuma atividade formalizada e as negociações estão também com valores do financiamento definidos, mas como um entrevistado da pesquisa cita que “não se pode relaxar até que a tinta do documento não esteja seca”. Para Fried e Hisrich (1994) o encontro do investidor e empreendedor nessa fase, tem dois objetivos principais: conhecer melhor o negócio no que tange mercado, possíveis problemas que possam ser encontrados (*due dilligence*), além de perceber como os empreendedores reagem sob pressão. Paul, Whittam e Wyper (2007), sob a perspectiva do IA, afirmam que um número pequeno de empresas é submetido a um processo sofisticado de *due dilligence*, que envolva extenso *check list*. Para Van Osnabrugge (2000) afirma que os IA colocam mais ênfase na análise de fatos, por isso o envolvimento é maior se comparado a VCs.

Fried e Hisrich (1994) afirmam que a passagem da fase de negociação inicial para negociação posterior depende de empresa a empresa e pode ser muito sutil.



#### 4.3.7 Fechamento do Investimento

Vale enfatizar mais nessa fase os achados de pesquisa que se referem a) valores e participação societária, b) liberação dos recursos e c) definição de como se dará a prestação de contas.

Quando os entrevistados foram questionados sobre os valores e participação societária as respostas foram bastante variadas, sendo que nenhuma empresa entregou mais que 20% (com exceção de E1 que não expôs percentual) pelo valor aportado e o valor recebido não ultrapassou 1 milhão. Ficaram assim distribuídos:

Tabela 1 - Percentual entregue pelas startups e valor aportado

Investidor	% Negociado	Valor investido
E1	?	1 milhão
E2	20%	100 mil
E3	10%	100 mil
E4	20%	340 mil
E5	15%	120 mil

Fonte: Elaborado pela autora (2019)

Como descrito no item 4.3.5 Negociação inicial, o *valuation* da empresa foi feito mais segundo a necessidade de captação de recursos, portanto o percentual e valor condizem com o que de fato a empresa está avaliada. Porém, foram valores de consenso entre empreendedor e IA. Portanto, não estabelece um padrão de recursos captados e percentuais entregues. De qualquer forma, corrobora com dados publicados pela StartSe (2017) que 34% dos investidores brasileiros, aportam valores entre R\$ 100 mil e R\$ 500 mil e apenas 13% investem de 500 mil a R\$ 1 milhão, enquadrando o investidor como IA, uma vez que os fundos aportam na casa dos milhões.

Após a assinatura do contrato é chegada a hora de receber os recursos aportados. A forma de liberação de recursos varia desde a liberação total ao empreendedor, mediante prestação de contas, como para E1, ou no formato de parcelas mensais (E2, E4, E5), conforme necessidade mensal calculada pelos empreendedores, ou como conta conjunta (E3). E3 deixa claro que esse foi o formato que preferiu por vários motivos, como ele mesmo expõe:

E3 - foi depositado em uma conta conjunta, ele tem acesso a essa conta e no contrato ele não pode mexer no dinheiro e nem eu sem autorização de ambos por dois anos, e se a gente mexer nesse dinheiro: olha não quero mais investir e vou sacar todo dinheiro. Por contrato ele tem que me pagar o dobro do dinheiro que ele sacar da conta. E se eu fizer isso é a mesma coisa. E se eu pegar o dinheiro, deu na louca vou viajar, ou compro um carro., saiu de lá eu tenho que devolver em dobro pra ele. Então é pra dar segurança para ambos (...) Geralmente, quando você recebe um investimento, o investidor aporta, entra na tua conta ou na conta da empresa, você administra sem ele saber e depois você só presta contas. Então eu tive uma preocupação de abrir uma conta conjunta, pra que se ele quiser agora, da casa dele acessar esse valor pra saber se está lá mesmo ele tem acesso, aí ele tem um contrato que protege esse valor.

Quanto à prestação de contas, quase unanimemente são feitas por reuniões mensais, com apresentação de relatórios ou conversas rápidas por whatsapp. E1 tinha esse processo mais detalhado e com mais processos por exigência do anjo, com segue:

E1 - A gente envia mensalmente pra eles um relatório, e envia também as informações de orçamentos, fluxo de caixa, balancete, DRE da empresa pra eles fazerem acompanhamento. E os *reports* que também se pode acompanhar o crescimento, os pontos positivos e negativos da empresa no mês

Para E3, cujos recursos estão depositados em uma conta conjunta algumas regras adicionais de movimentação de conta, com aprovação de contas acima de dez mil, sendo que contas abaixo desse valor o empreendedor tem total liberdade para execução. Além disso, foi determinada uma tabela de valores de viagem para alimentação, hospedagem para que fique ajustado, sabendo o que pode ser gasto.

Para Carioni (2017) é nesta etapa que se apontam como o empreendedor utilizará os investimentos para desenvolver o negócio e como o investidor agirá para auxiliar o empreendedor a alcançar o sucesso.

Amatucci e Sohl (2004) inserem essa etapa de fechamento em um contexto de formação de confiança e parceria, além do processo de decisão de captar o recurso. Para Ghobril et. al (2006) é onde acontece a assinatura do contrato e a liberação do dinheiro, pois já estão definidos os valores de investimento e a participação societária, corroborando com os achados da pesquisa

#### 4.3.8 Pós investimento

Van Osnabrugge (1998) aposta no fato de que o IA foca mais no pós investimento como uma fator de decisão. É importante incluir uma discussão sobre o envolvimento no pós-investimento nesse processo de decisão de investimento dos IA por três razões. Primeiro, a decisão de investimento dos IA deve levar em conta o problema de risco moral inerente. Talvez o meio mais eficaz de lidar com a questão moral é reduzir a assimetria de informação entre os empreendedores e os investidores, e a melhor maneira de fazer isso é tornar-se uma peça importante dentro da empresa. Em segundo lugar, e em certa medida, relacionados à questão do risco moral, a oportunidade de adicionar mentoria e outras de auxílio não financeiro parece ser um parâmetro do próprio processo de decisão. Terceiro, que o fato de os IA terem seus próprios recursos em jogo, de modo que eles são diretores, e não agentes, os incentivam a ajudar as empresas prosperar. Novamente, isso sugere que o envolvimento pós-investimento desempenha um papel importante no processo de decisão de investidor anjo (RIDING; MADILL; HAINES, 2007; PAUL, WHITTAM; WYPER, 2007). Essa importância da fase de pós investimento também é o que mais os empreendedores buscam ver realizar: o *smart money*, pois o principal motivo que os levou a escolher o IA foi por este, até mesmo os empreendedores que não tinham essa expectativa foram surpreendidos:

E5 – o que surpreendeu foi exatamente a palavra *smart* do negócio. Então eles ajudaram na divulgação da empresa, no entender da parte administrativa.

Quando questionados sobre o que fariam de diferente no processo de busca de IA com a experiência que tem, ou algo que deveriam atentar e não atentaram alguns fatores foram mencionados, os resultados seguintes, como mencionado no Quadro 155.

#### 4.3.9 Colheita

Como mencionado no item 2.5.3, em que se comparam os modelos, a fase de saída (RIDING; MADILL; HAINES, 2007) ou colheita (PAUL; WHITTAM; WYPER, 2007), não foram analisadas. Nenhuma das startups entrevistadas estava nessa fase o que não permitiu análises.

Quadro 15 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (continua)

	RECOMENDAÇÕES	PERCEPÇÃO DOS ENTREVISTADOS
E1 E2 E3	Validação do produto de uma forma mais prática, com os pés no mercado	<p>“a gente foi fazendo um piloto, foi fazendo pesquisas inicialmente, por telefone e depois a gente foi buscando empresas chaves pra que a gente pudesse realmente efetivar a nossa solução e rodar ela no processo e ver como ela funcionava, que realmente é no dia a dia que eu acho que é essencial, por que quando a gente tá na teoria eu não vejo. A gente viu vários problemas e várias soluções quando a gente estava testando lá com aquelas empresas. Então foi ali que a gente conseguiu evoluir a nível de produto” (E1)</p> <p>“o que eu faria de diferente seria validar o produto de forma diferente, antes de falar com eles. Você validou? Não. Vendeu pra alguém? Não. Mas eu preciso de dinheiro. Pô, então não é a hora de empreender,” (E2)</p>
E2 E3 E4	Fazer o negócio sair do chão por conta própria	“Primeiro, tente com recursos próprios, tente tirar sua ideia do papel, com recursos próprios, ou as vezes com um “paitrocínio”, pai e a mãe as vezes dá uma força pra começar” (E3)
E3	Buscar IA antes para não perder tempo de mercado	“Eu acho que eu buscaria IA antes. É por que se eu tivesse o conhecimento que eu tenho hoje e a maturação do projeto, pra eu poder sentar com o investidor e poder explicar pra ele como funciona eu procuraria antes pra não perder 3 anos, um tempo que eu já poderia estar no mercado, pegando essa nova onda.” (E3)
E2 E3 E4 E5	Reduzir o valor de percentual entregue ao IA	“– Diminuir o captable. Talvez né, mas se tu for ver o momento que a gente estava, mas talvez fazer diferente (...)E eu acho que eu teria entregado 5% para o anjo e aí depois negociaria mais 9% que ficaria em torno de 14%, são 6% a menos.”
E1, E2, E3, E4, E5	<p>-Conhecer bem o perfil do IA</p> <p>-Busca de sinergia com IA, que atue no mesmo nicho de mercado</p> <p>-Buscar pessoas que possam agregar no negócio e não pegar dinheiro por pegar. Pessoas que cobre por resultados, mas que te auxilie em como alcançá-los</p>	<p>“Pesquisar bem sobre o investidor e não vá atrás apenas do dinheiro, por que botar dinheiro em quem não sabe administrar aquele dinheiro não vai fazer nada.”(E5)</p> <p>“(…) buscaria um anjo que ajudasse de forma estratégica sobre o produto que você vai fazer (E2)</p>

Quadro 16 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (continua)

		“acho que momentos especiais da empresa a decisão estratégica junto com eles, fez a diferença, por que em alguns momentos a gente esteve pronto para liquidar o negócio por um valor que não era necessário” (E4)
E1, E2, E4	Estar por dentro das informações do negócio (orçamento projetado, fluxo de caixa, meta para atingir ponto de equilíbrio, índice de lucratividade) e tê-las organizadas para que o investidor também tenha segurança de onde está investindo	“...essas informações que são relevantes para o negócio, do tipo, não adianta chegar pedindo investimento se você não tem nenhum orçamento projetado, se você não tem ideia do teu fluxo de caixa quanto entra, quanto sai do teu negócio”
E1, E2, E4	Saber onde quer chegar	“...onde você quer chegar. Então tem que ter essas informações pra pessoa também ter confiança de onde investir, por que é uma troca, é um ganha-ganha.”
E2, E3, E4	É preciso estar mais maduro antes de buscar IA (validar produto, buscar clientes).	“Ele tem que ter uma história pra convencer os caras, pra que o anjo diga: sim, vale a pena efetivamente colocar o meu dinheiro.” (E4)
E2, E3, E4	Ver as coisas de maneira mais simplistas, com pés no chão, sem achar que o seu produto é ultrarrevolucionário	“o empreendedor precisa chegar mais maduro lá. A gente vê hoje o grande padrão, você vai ver a apresentação do pitch, pra buscar um investimento, é tudo igual, tudo igual. Ahh, tenho uma ideia pra mudar e revolucionar o mundo”
E4 E5	Buscar um sócio e um que realmente te complemente	“eu acho que primeiro né, você tem que ter o sócio que te complemente (...) é um casamento né?! A gente se mata todo dia. Todo dia a gente briga (...). Antes de buscar o anjo, tem que ter um sócio que você possa brigar, compartilhar o seu empreendimento. O anjo, a bem da verdade vai entrar com dinheiro, então você sozinho não faz a empresa. Acho que isso faz muito sentido” (E4)
E3, E4	Dar um salto de fé e estar focado 100% no negócio	“Se a gente ficasse oscilando de emprego em emprego a gente não teria chego até aqui. E isso só deu certo por que a gente chegou e falou meu: larga tudo e vamos!” (E4)
E1 E2, E3, E4, E5	Preparar-se financeiramente para empreender	“Guarda pra poder sobreviver nesse período, faz o produto e depois vai procurar um anjo” (E4)
E1, E2, E3,	Ser resiliente	“aqui a gente tem 1000 dias de derrota e um de vitória. A gente apanha, apanha, apanha e lá pelas tantas vem uma vitória, sabe. E isso ainda não mudou, só que isso, hoje em dia a gente só afastou o fantasma do dinheiro,

Quadro 17 - Recomendações a novos empreendedores e suas percepções (conclusão)

E4, E5		mas tem outros fantasmas que as vezes são até piores. Então pra mim resiliência faz muito sentido. Tu se ferra todo dia, mas assim, tem pontos bons, a gente tem liberdade total e, tem coisas que a gente faz assim que eu acho mais sensacional, a gente poder sentar entre sócios e decidir a gente se dar aumento. Isso pra mim é um direito que a gente conquistou a muito sangue. A gente olha final do mês e cara, vamos aumentar nosso próprio salário? Vamos! E aí a gente aumenta o próprio salário. Isso pra mim é uma coisa boa. O começo não é fácil, não vai ser fácil. Assim, se alguém te vender que uma <i>startup weekend</i> vai te dar toda a base que você precisa, não vai. Startup weekend te dá assim ó...é bom, eu gosto, acho um puta de um evento. Mas te dá a sementinha de um caminho gigante (...)
E4	Networking especializado para analisar cláusulas de contrato e contador	“- Analisar as cláusulas com um advogado, que foi algo que a gente aprendeu só depois e o contador, que a gente percebeu como importante ao longo do caminho”
E3	Aprofundar-se no histórico do investidor para saber procedência dos recursos	“Eu acho que teve, me aprofundar um pouco mais sobre o histórico do investidor, por que ele é um empresário, tem empresa, conheci a empresa dele. Mas no fundo sei lá, pode ser que esse dinheiro seja de lavagem de dinheiro ou não, se de repente esse valor que ele quer aportar veio de fontes ilícitas e me colocou no negócio, e de repente vai bater polícia federal, receita federal e bate lá e eu saio como laranja do negócio”
E1 E2 E3, E4	Ter o negócio principal da empresa com equipe própria para ser desenvolvido	“Pela ansiedade de querer que desse certo, de querer crescer, de ver as coisas rodando não tomei os cuidados que eram necessários. (...)é formar uma boa equipe, tem que ter pessoas dentro de casa para fazer bem feito. O jeito que encontrei é ir capacitando as pessoas, apostando nelas, mas trocando quando vê que o perfil não é o idealizado”.

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

O Pós Investimento é a fase de maior aprendizado e evolução das empresas, muito embora seja fruto de um processo de tomada de decisão assertivo. As empresas entrevistadas apesar de ramos de atuações diferentes, chegam a conclusões bastante parecidas quando o assunto é a resiliência e a preparação financeira para empreender, mostrando a importância do planejamento. Outro ponto a ser ressaltado é a seriedade que os entrevistados dão ao conhecimento prévio do investidor anjo e do networking que dá suporte a todo processo.

## 5 PROPOSTA DE INTERVENÇÃO/RECOMENDAÇÃO

Neste capítulo, após ter identificado as categorias da literatura e posterior análise de conteúdo, serão apresentadas de maneira resumida as principais características de cada uma. Após feito esse resumo, será contextualizado algumas particularidades das etapas, a fim de que, finalmente, possa se propor o *framework*, como ponto de partida a novos empreendedores na busca de investidores anjo, a partir da análise da literatura, da verbalização dos empreendedores do contexto vivenciado, da transcrição destas e análise dos dados, tendo, portanto, feita a análise de conteúdo feita.

A partir da análise da proposição dos modelos pelos autores no item 2.5 ESTUDO DO PROCESSO DE INVESTIMENTO ANJO ÀS VISTAS DO INVESTIDOR E DO EMPREENDEDOR, foram identificadas e analisadas as categorias agrupadas, conforme *Quadro 9 - Resumo das etapas do processo decisório tanto de investido quanto empreendedor*, que são apresentadas na *Figura 5*.

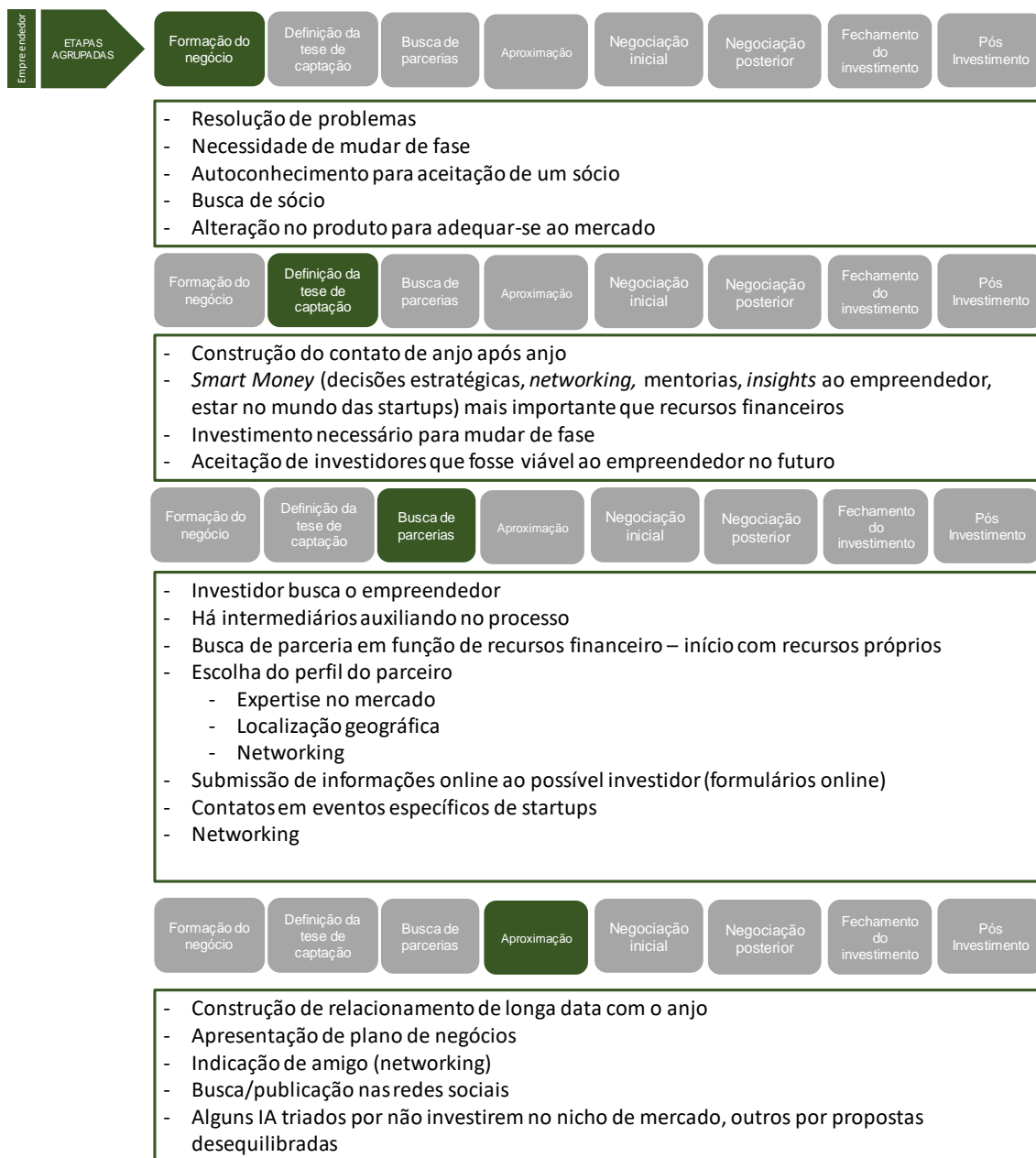
Figura 5 - Etapas agrupadas a partir dos modelos da literatura



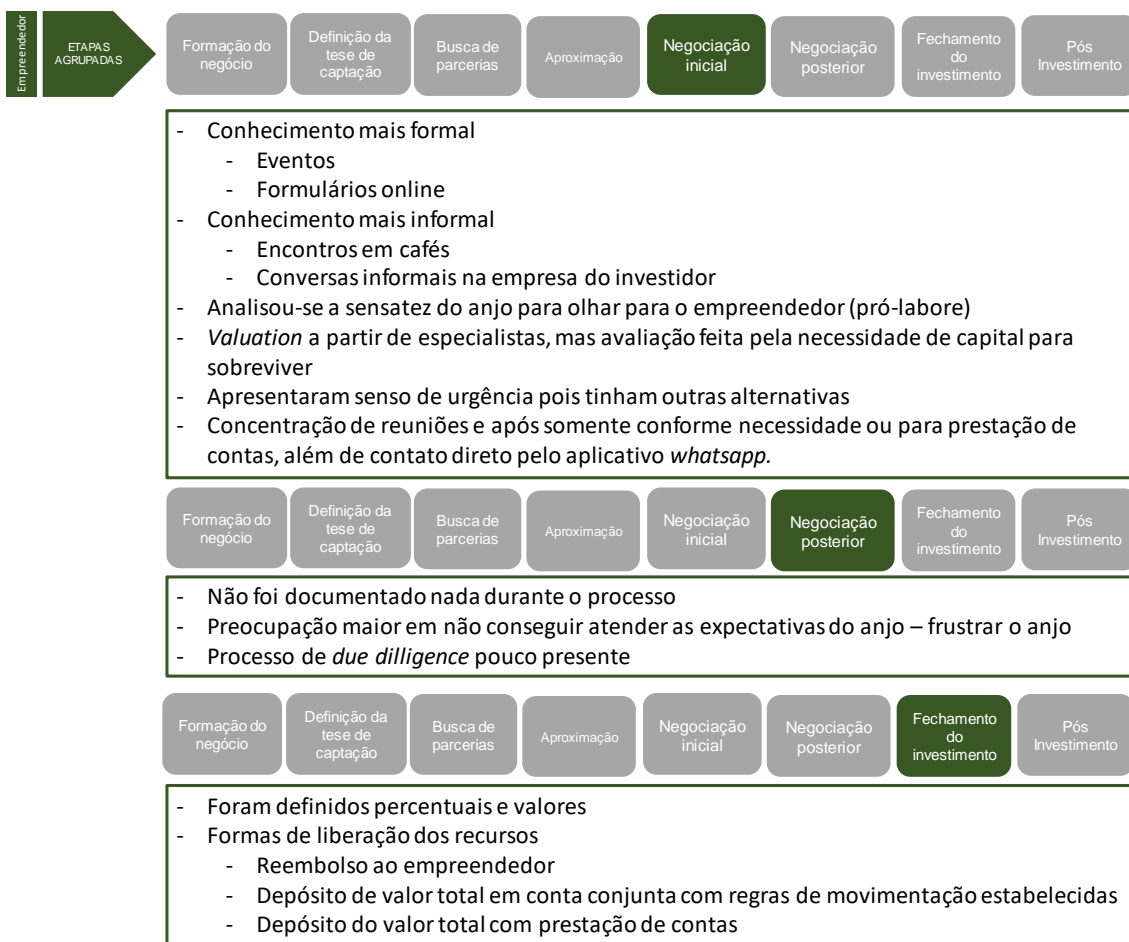
Fonte: Elaborado pela autora (2019)

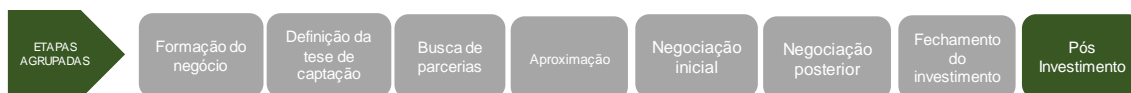
As características principais citadas pelos entrevistados podem ser vistas na Figura 6. É a partir destas características, que serão desenvolvidas as atividades de cada etapa:

Figura 6 - Características obtidas nas entrevistas para cada categoria









- *Smart Money*, embora almejado, foi o que mais surpreendeu
  - Pelo incentivo diário
  - Pelas afinidades identificadas
  - Sem muitas cobranças, mas buscando resultados juntos
  - Decisões estratégicas em conjunto
  - Conhecimento em gestão
- Recursos aportados por anjo inicialmente foi/está suficiente
- O que faria diferente:
  - Validar produto de forma efetiva e eficaz – no mercado real
  - Buscar anjo que estivesse na indústria
  - *Core business* ser desenvolvido por pessoas competentes vinculadas a startup
  - Buscar anjo antes para não perder tempo
  - Ficar focado *full time* no negócio
  - Diminuir o *captable*, com ressalvas
  - Redução de percentual do anjo
- Recomendações:
  - Conhecer bem o perfil do investidor
  - Ter todas as informações que são relevantes para o negócio (orçamento, fluxo de caixa, quando vai atingir ponto de equilíbrio, índice de lucratividade, onde você quer chegar)
  - Ter essas informações pra pessoa ter confiança de onde está investindo
  - Buscar pessoas que possam agregar ao negócio – esse é o principal
  - Não pegar dinheiro por pegar
  - Ter reservas para viver sem nenhum centavo da empresa (1 ou 2 anos), ter produto e só depois buscar IA
  - Empreendedor precisa chegar mais maduro, validar antes
  - Evitar achar ideia ultrarrevolucionária
  - Tentar com recursos próprios, para não ser empregado da própria ideia
  - Ter um sócio que te complemente antes do anjo
  - “Salto de fé” – apostar no negócio e ficar full time
  - Ser resiliente
  - “O negócio não tem que parar de pé financeiramente, mas estruturalmente sim – o negócio tem que ser viável” (E4)
- Preocupações que deveria ter tido e não teve:
  - deveria ter estudado mais o negócio para tomar alguns cuidados (% negociado, valor, formar boa equipe (capacitando pessoas, tomar decisões rápidas quando algo não vai bem)
  - aprofundar um pouco mais para saber de onde vinha o dinheiro, se não era ilícito
  - analisar com calma cláusulas de contrato e ter um bom contador para evitar rasgar dinheiro

Fonte: Elaborado pela autora (2019)

Dessa forma, a partir da literatura e dos dados das entrevistas são propostas as etapas do framework, que é constituído de a) Formação do negócio; b) Definição da tese de captação de recursos; c) Busca de parcerias. d) Aproximação; e) Negociação inicial; f) Negociação posterior; g) Fechamento do investimento e h) Pós investimento

## 5.1 ETAPA 1 – FORMAÇÃO DO NEGÓCIO

A categoria levantada da literatura “Formação do Negócio”, embora não consista em uma etapa propriamente dita para a captação de IA, ela é vista como bastante importante durante todo o processo de autoconhecimento da empresa para embasar suas escolhas, como afirmam Silva e Sarfati (2016). Em outras palavras, considerando que o empreendedor conheça o seu negócio saberá quando e como aliar-se a um investidor para atingir seus objetivos estratégicos, sendo que desta forma, Silva e Sarfati (2016) entendem como uma premissa básica da decisão estratégica da startup, o autoconhecimento, como ponto de início do processo e não como fator de escolha.

Esta etapa não é complexa, mas uma reflexiva, com o intuito de que o empreendedor possa compreender onde está e como chegou. As atividades a serem desenvolvidas demandam responder algumas perguntas, um exercício autobiográfico do nascimento e formação do empreendimento para que quando questionados esteja sedimentado pelos empreendedores sua história e seus valores. Será certamente importante subsídio para seguir na trilha da busca por IA. As características dessa etapa são:

- 1) Educação/Formação do capital social
  - a) Educação formal:
  - b) Formação dos envolvidos – Experiências anteriores
  - c) Recursos para iniciar o empreendimento
- 2) Influências
  - a) Contexto em que a startup foi inserida
  - b) Alguém influenciou o início do empreendimento?
  - c) Houve pessoas que auxiliaram? De que forma?
- 3) Fatores que impulsionaram o início do empreendimento
  - a) Como surgiu a ideia? (Necessidade, propósito, resolução de problemas do mercado, etc..)
- 4) Identificação do Negócio
  - a) O que a startup tem de diferencial a oferecer?
  - b) Quais e como foram os desenvolvimentos iniciais?
  - c) Quais alterações o produto/serviço sofreu e o porquê?
  - d) Qual demanda buscava atender e como evoluiu?

A etapa se resume em escrever a história do início do empreendimento, para que subsidie empreendedores a fortalecer a busca de investimentos e investidores, além de firmar propósitos da existência da startup. Respeitando o ciclo de vida das startups, está em constantes movimento, sempre se reciclando. Assim, embora, esteja definida como uma etapa estática, ela se molda ao longo das demais etapas, permitindo que em novas rodadas de investimento se altere e seja complementada pelo conhecimento do caminho.

Quadro 18 - Atividades para a etapa de Formação do Negócio

Atividade	Objetivo
Educação/Formação do capital social	Identificar a escolaridade dos participantes e os recursos iniciais de que forma foram obtidos
Influências do <i>networking</i>	Identificar em que contexto econômico social e político a startup foi inserida e quem auxiliou no início da história da startup
Fatores que impulsionaram o início do empreendimento	Levantar quais os principais aspectos que impulsionaram os empreendedores na construção da startup
Identificação do Negócio	Identificar os principais elementos que caracterizam a startup, como seus diferenciais, qual público esperava atender, como aconteceram os primeiros desenvolvimentos iniciais

Fonte: elaborado pela autora (2019)

Essas atividades foram desenvolvidas pelos entrevistados no momento de pensar em buscar investimento ou provocado por *networking*.

## 5.2 ETAPA 2 – DEFINIÇÃO DA TESE DE CAPTAÇÃO

Para a etapa seguinte, de “Definição da tese de captação”, conforme proposto por Carioni (2017), deve ser flexível e aberta, pois, ao contrário pode retirar do radar uma série de boas oportunidades. Pelos relatos dos entrevistados, percebeu-se que não é uma etapa única e exclusiva, mas que conforme os aprendizados ela vai se construindo e empreendedores vão analisando e reavaliando a tese de captação. E1, por exemplo, exemplifica que

estavam buscando o valor de 500 mil reais, no entanto, a proposta foi de 1 milhão, ficando claro a necessidade de reavaliar. Já para E4, deixou claro, que foi uma construção do que deveriam pensar, avaliar e como estruturar o negócio para buscar IA. Dessa forma, entende-se que ela está presente nessa fase inicial, mas ela permeia as fases até a etapa de fechamento do investimento.

As atividades envolvidas para que esta etapa seja cumprida tem como principal objetivo delimitar as características da busca de IA. Fica claro que a principal busca do empreendedor está em *smart money* e recursos financeiros. Dessa forma, as atividades a serem desenvolvidas serão concentradas em identificar as características que pactuem com as expectativas do empreendedor ao buscá-las:

Quadro 19 - Atividades para a etapa de Definição de tese de captação de recursos

Atividade	Objetivos
Definir as características do <i>smart money</i> a ser buscado	Elencar as características principais buscadas em um IA, como nicho de mercado de atuação do IA, que irão balizar a busca de oportunidades. Comunicar ao networking com o intuito de buscar oportunidades além de refinar as características do IA buscado
Estimar valor captado e percentual do IA	Definir a necessidade de capital da empresa e percentual que empreendedores estão dispostos a entregar ao IA pelos recursos. Esta definição precisa estar fundamentada para que na etapa de “negociação” ela possa ser debatida.

A definição dos critérios para captação de recursos acontece em todo o processo, em que os empreendedores reavaliam as escolhas conforme as oportunidades vão aparecendo. Embora esteja marcada como uma etapa, em que a maior parte dos critérios é definida, ela também é reflexiva e reavaliada a todo momento até o fechamento do investimento.

### 5.3 ETAPA 3 – BUSCA DE PARCERIAS

Para a etapa de “busca de parcerias”, há, segundo a pesquisa, predominantemente, a proatividade dos empreendedores em buscar o IA, complementando a etapa anterior, definição da tese de captação de recursos, em que os IA serão buscados segundo alguns critérios pré-definidos. As atividades para a busca de parcerias estão descritas no Quadro 20

Quadro 20 - Atividades para a etapa de Busca de Parceria

Atividade	Objetivos
Análise preliminar do IA	Estruturar um perfil do IA com base nas informações obtidas durante a busca, seja por networking ou outras fontes, para identificar potenciais riscos e vantagens de tê-lo como investidor do negócio
Identificar IA	Identificar as características do IA, para que a decisão esteja pautada nos itens elencados na etapa anterior, convergentes de IA com empreendedor. Além disso é preciso escolher o perfil do IA, que inclui expertise no mercado, localização geográfica pontos a serem considerados
Formas de busca - <i>networking</i>	Informar ao networking a busca pelo IA com determinadas características, já que esta foi identificada como a principal forma de busca de IA, além de eventos específicos de startups que promovam o networking entre empreendedores e IA
Intermediários	Identificar a necessidade de busca de intermediários (gestores, contadores para auxiliar no levantamento de informações necessárias e até gestão da startup para que as informações sejam as mais palpáveis possíveis para informar aos possíveis IA.
Análise de alternativas	Analisar as diversas possibilidades, mesmo entre IA ou outras alternativas, como linhas de crédito ou recursos <i>bootstrapping</i>

Fonte: Elaborada pela autora (2019)

#### 5.4 ETAPA 4 – APROXIMAÇÃO

Na etapa de aproximação, etapa anterior a negociação, é o momento em que empreendedor e IA se encontram e começam a estreitar relações para que após isso a etapa de negociação e fechamento da parceria possa acontecer. Além disso, é a etapa também de triar opções.

É nesse momento, segundo a entrevistada E4 que “é preciso estar com a cabeça boa”, pois é um momento de decisão, de aprofundar-se mais na proposta, para seguir adiante ou desistir da oportunidade e partir para outra. As atividades, como visto no Quadro 21, sugeridas para cumprir essa etapa não são complexas, mas requerem solidez das etapas anteriores para embasar as decisões.

Quadro 21 - Atividades para a etapa de Aproximação

Atividade	Objetivos
Preparação prévia	Organizar as principais informações apresentadas previamente ao IA (plano de negócios, orçamento projetado, etc) para que possam ser debatidas e apresentadas. Buscar auxílio do networking para a aproximação e preparação sendo bastante importante.
Verificação da compatibilidade	Identificar no IA, as compatibilidades existentes, seja de equipe, de pensamentos de futuro, de recursos esperados, para seguir adiante com a oportunidade proposta
Triagem	Identificar os motivos pelos quais há compatibilidade e se por algum motivo não forem compatíveis em algum ponto, elencar para levar como lição aprendida

Fonte: Elaborada pela autora (2019)

#### 5.5 ETAPA 5 - NEGOCIAÇÃO

Passada a fase de aproximação, caso empreendedor e IA desejarem seguir adiante, chega a hora de alinhar as expectativas de ambas as partes, na etapa de Negociação inicial e posterior. Fundamentado pelos próprios autores, algumas categorias, como negociação inicial e negociação posterior (FRIED;

HISRICH, 1994) tem uma divisão muito sutil e serão agrupadas para tornar o processo mais enxuto possível e de mais fácil aplicação e entendimento, com o nome de Negociação. A sutileza de uma etapa para outra foi percebida durante a análise dos dados e dificuldade de separação em categorias tão semelhantes. Portanto, o entendimento é de que não há nenhuma perda com o agrupamento delas.

Há negociações que duraram semanas e outra que chegou a um ano. Tudo depende das características das partes envolvidas. O IA contribui muito com a análise do plano de negócios e, por vezes, até mesmo a chegar no *valuation* da empresa, ponto alto desta etapa. Essa é uma fase que requer sensibilidade do empreendedor se isso fará sentido no futuro, se o percentual entregue ao investidor fará sentido pela troca dos recursos aportados, pois há um envolvimento emocional de ambas as partes levando ao imediatismo, como mencionaram E2 e algumas nos pós investimento, que repensariam a fase de negociação.

As atividades dessa etapa estão listadas no Quadro 22

Quadro 22 - Atividades para a etapa de Negociação

Atividade	Objetivos
Acesso ao <i>networking</i>	Para toda etapa de negociação, estar em contato com <i>networking</i> auxilia a dar segurança e também possibilita a busca das melhores soluções
<i>Valuation</i> e negociação societária	Elaborar o <i>valuation</i> da empresa e identificar o percentual a ser entregue ao investidor por conta dos recursos aportados.
Construção do plano de investimentos	Definir como serão liberados os recursos e como serão feitas as prestações de conta
Definição preliminar de <i>term sheet</i> e contrato	Elaborar pontos sob os quais a gestão da empresa será feita, além de cláusulas de contrato que permitam a formalização da parceria entre IA e empreendedor

Fonte: Elaborada pela autora (2019)



## 5.6 ETAPA 6 – FECHAMENTO DO INVESTIMENTO

A etapa de fechamento do *investimento* se dá com a assinatura do contrato e com a liberação do dinheiro. Em alguns casos, como da empresa E3, o IA ainda não figurava como IA, tendo um acordo a parte, mas os recursos já estavam disponíveis na conta conjunta. De fato, a maior importância dessa fase é a formalização, com assinatura do contrato ou liberação dos recursos. Idealmente é que os dois estejam cumpridos, como mostra o Quadro 23

Quadro 23 - Atividades para a etapa de Fechamento do investimento

Atividade	Objetivos
Assinatura do contrato e liberação dos recursos	Elaborar e ajustar o contrato para assinatura e posterior liberação dos recursos

Fonte: Elaborada pela autora (2019),

## 5.7 ETAPA 7 – PÓS INVESTIMENTO

A etapa de maior riqueza para futuros empreendedores ou para os empreendedores que enfrentarão novas rodadas de investimento, está nesta etapa, de pós investimento. Essa é a fase em que se percebem todos os pontos positivos e negativos do processo, e se pensa como poderia ser feito o processo de maneira diferente, restando as lições aprendidas. Certamente são inputs para que o processo recomece caso novos investimentos se façam necessários

De qualquer forma, é nessa etapa em que o relacionamento IA e empreendedor está mais próximo, em que as reuniões são mais frequentes e que a prestação de contas acontece. As atividades desta etapa podem ser vistas no Quadro 24.

Quadro 24 - Atividades para a etapa de Fechamento do Pós Investimento

Atividade	Objetivos
Reuniões de planejamento e decisões estratégicas	Definir conjuntamente com o IA os encontros para prestação de contas e decisões conjuntas a serem tomadas
Diário de Bordo	Registrar as ações da empresa, com a finalidade de elencar as lições aprendidas para que em novas rodadas sejam registradas

Fonte: Elaborada pela autora (2019)

## 5.8 ETAPA 8 – ACESSO AO NETWORKING

Em todas as etapas o networking está presente. Como proposto por Carioni (2017) é a etapa mais transversal de todas. Porém, os entrevistados vão além e citam o contexto e o momento que decidiram empreender como importante.

Na etapa de Formação do Negócio (1), o contexto político e econômico foi considerado, além do ambiente em que os empreendedores estavam inseridos, como universidade e indústria. A busca de networking neste período foi importante para *insights* e auxílio nessa etapa inicial.

Na etapa de definição da tese de captação de recursos (2) o networking foi acessado para identificar possíveis oportunidades de IA, além de já refinar as características do futuro investidor e até como forma de aperfeiçoar o próprio produto/serviço, como identificado no E4, por exemplo.

Na etapa de busca de parcerias (3) é que efetivamente o acesso ao networking está presente, uma vez que as oportunidades são buscadas, seja por meio de networking ou outras fontes, mas o networking permite analisar o perfil do investidor para confrontar com as características dos empreendedores.

Para a quarta etapa aproximação (4) o acesso ao networking é importante principalmente na preparação do encontro com o IA, uma vez que a compilação das informações para entendimento do próprio negócio e para repassar ao IA é importante, Alguns entrevistados buscaram um networking mais especializado nesta etapa ou até mesmo as incubadoras e aceleradoras em que estavam, já que 4 dos 5 entrevistados contava com esse auxílio.

Chegada a etapa de negociação (5), etapa em que são definidos valores a serem investidor e percentuais entregues ao IA por conta dos recursos investidos, o acesso ao networking dá segurança aos empreendedores que estão formando nova parceria. E4 comenta da importância do empreendedor conhecer bem o seu negócio e sua história para o momento da negociação, em que “o negócio está prestes a morrer e os caras estão oferecendo 50 mil para ser sócio majoritário”.

Na sequência, para o fechamento do investimento (6), etapa de formalização, o networking mais especializado, como contadores e advogados, segundo sugestão de E4, deveriam estar mais presentes para evitar algumas

complicações futuras. Além disso, nesse momento incubadoras e aceleradoras foram bastante importantes. As atividades são as que seguem no Quadro 25.

Quadro 25 - Atividades para a etapa transversal networking

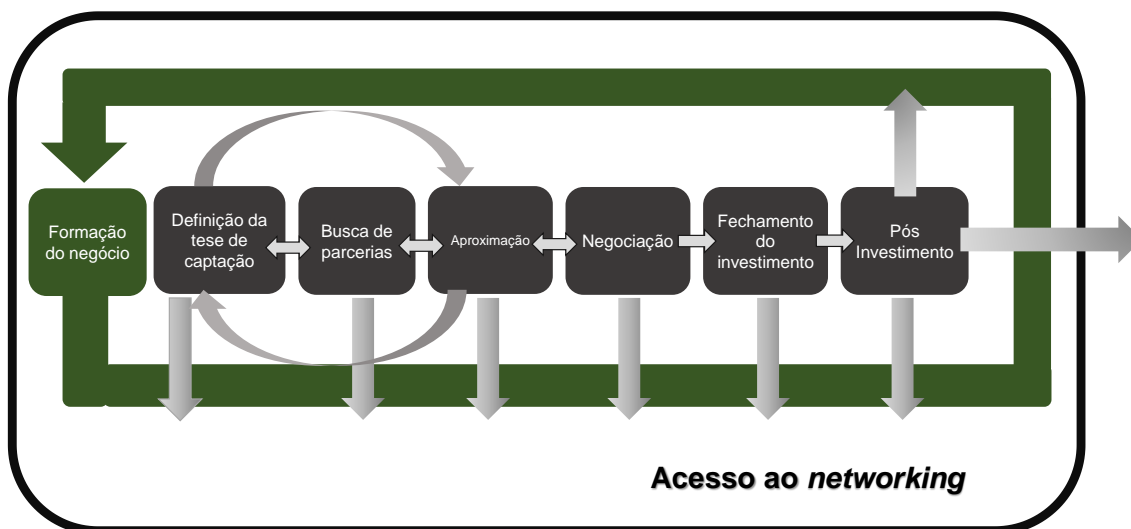
Atividade	Objetivo
Networking – formação do negócio	Analisar o contexto político e econômico, além da análise do ambiente em que estão inseridos com o intuito de mudar o <i>status quo</i> para busca de <i>insights</i>
Networking – definição da tese de captação de recursos	Identificar possíveis oportunidades de IA, além de refinar o próprio produto/serviço
Networking – busca de parcerias	Buscar oportunidades de IA, confrontando características do investidor e do empreendedor
Networking - aproximação	Buscar networking para compilar e tratar informações para o momento de aproximação com o IA
Networking – negociação	Buscar networking para dar segurança do que está sendo negociado
Networking – fechamento do investimento	Buscar <i>networking</i> especializado (contadores, advogados) para auxiliar no fechamento dos documentos da nova parceira ( <i>term sheet</i> , contrato)

Fonte: Elaborado pela autora (2019)

## 5.9 PROPOSTA DO *FRAMEWORK* E *TESTE*

Foi elaborado um sumário executivo e enviado aos empreendedores entrevistados a fim de que validassem o modelo, não tendo nenhuma alteração no modelo preliminar, mas um reforço da importância para o mundo do empreendedorismo que a pesquisa tem.

A proposta do *framework*, para busca de investidores anjo, é apresentado na Figura 7.

Figura 7 - Proposição de *Framework* para empreendedores na busca de investidores anjo

Fonte: Elaborado pela autora (2019)

Como percebido, a etapa inicial, não é uma etapa de investimento, mas um reconhecimento inicial da empresa, sendo que a startup está em constante formação e se retroalimentando com informações ao longo do processo.

Desde as etapas de “definição de tese de captação até a negociação, as etapas se sobrepõem e os limites não estão bem definidos, sendo, portanto, as setas direcionadas para os dois lados como melhor forma de representar a sutileza dos limites e a permissão para ir e voltar dentro das etapas.

A partir do momento em que se finalizou a negociação, as setas tem um único sentido tendo como próximo passo a assinatura do contrato para consumir o fechamento do investimento.

Na etapa de pós investimento, é o momento em que muitos aprendizados são obtidos e podem retroalimentar o processo em caso de novas rodadas de investimento. Além disso, muito importante se as experiências do pós investimento forem compartilhadas de alguma forma pelos empreendedores, para que as lições aprendidas sejam pulverizadas.

## 6 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

Neste capítulo apresenta-se as conclusões e recomendações para pesquisas futuras no campo da tomada de decisão de empreendedores ao buscar investidor anjo.

### 6.1 CONCLUSÕES

As conclusões são apresentadas seguindo os objetivos específicos definidos na Introdução, item 1.2.2 Objetivos Específicos. O objetivo geral, ou seja, de elaborar um *framework* de apoio a decisão de empreendedores de startup em fase inicial para a escolha de investidores anjo foi alcançado.

Mesmo a pesquisa tendo envolvido somente cinco empresas, as conclusões acerca do assunto podem ser estendidas a outros empresários envolvidos no mesmo contexto. É preciso reconhecer que os assuntos e as ações são contextuais, pois dependem da realidade externa em que estão inseridas e das condições internas de cada empresa e perfil do empreendedor. Porém, esse processo pode ser semelhante independente do contexto vivido em cada *startup*.

Na pesquisa fica claro que o investidor está enquadrado de fato como anjo, fundamentado na literatura conforme valor aportado nas empresas, cujo valor de IA no Brasil está abaixo de 1 milhão, além de características exercidas no pós-investimento, como o *smart money*, motivo pelo qual os empreendedores em sua maioria decidem pelo IA triando outras formas de investimento. Por *smart money*, os empreendedores definem o auxílio da tomada de decisões estratégicas, networking, mentorias, insights ao empreendedor, permissão para estar em contato com o ambiente de startups, além da motivação que imprimem ao longo do processo reconhecida pelos empreendedores. Quanto ao estágio de desenvolvimento das startups no momento do aporte, todas estavam buscando mudar de fase. Das cinco empresas entrevistadas, três tinham o MVP desenvolvido, porém ainda não tinham atingido o ponto de equilíbrio. E1 estava buscando alavancar o produto no mercado e já possuía produtos pilotos desenvolvidos; E2 e E3 estavam ainda no processo de buscar o MVP, sendo que E2 construiu junto com o anjo o negócio propriamente dito, uma vez que

tinha somente a ideia. E4, embora já tivesse o MVP e alguns clientes cuja receita auferida era irrisória frente às despesas mensais e o investimento necessário, já estava estruturalmente formada. E5, já atuava no mercado, porém buscava incrementar o produto para alavancar, além de almejar visibilidade.

Quando o assunto é descrever os critérios de escolha e avaliação de investidores anjo, realizado pelos empreendedores no momento do aporte, os empreendedores são bem enfáticos em dizer que o motivo de escolha foi prioritariamente o *smart money*. Os critérios de escolha de um anjo estão descritos a seguir:

- expertise no mercado de atuação da startup;
- localização geográfica, como para E4, não importando para E1 e E5.

Vale ressaltar que o fator localização do anjo depende muito do perfil do empreendedor e característica do negócio, sendo a cidade de Chapecó bem importante para o nicho de E4, por exemplo, já para E1 e E5, cujo mercado vai mais além, é irrelevante e;

- networking.

Além disso, a avaliação de propostas que fossem viáveis ao futuro do negócio, ou seja, que o empreendedor não fosse empregado de sua própria ideia, como citado pela empresa E3 e E4, também foram avaliadas.

Ao analisar os fatores positivos e negativos do processo de escolha de investidor anjo por empreendedores de startups, identificou-se que alguns empreendedores conseguiram perceber ao longo do processo pontos a melhorar como E4, que ao apresentar, seu plano de negócios a alguns investidores foi ganhando experiência e pode decidir pela opção que melhor convinha no momento. Os pontos positivos, ou que surpreenderam os empreendedores, estavam também ligados aos motivos que os fizeram decidir pela busca de um IA, como o *smart money* e networking. As decisões estratégicas, pela experiência do anjo em gestão, negociação e expertise do mercado foram de extrema valia para alguns empreendedores, como para E1, e até decisivos para E4, que estava prestes a liquidar o negócio e o IA os mostrou o potencial e que merecia outro enfoque. Outro ponto positivo percebido foi o cuidado do anjo em olhar para o empreendedor e entender que ele precisava de pró-labore para sobreviver no negócio em tempo integral, como para E4. Não somente em tempo, mas com foco de energia e na busca de resultados para que ambos,

empreendedor e investidor, fossem beneficiados. Outro ponto analisado por alguns empreendedores, foi o auxílio providencial das aceleradoras e incubadoras ao longo do processo, que permitiram a maturação dos empreendedores e das startups, viabilizando que crescessem em segurança. Há que se estar consciente de que este processo é bastante interessante, mas eventualmente cessará, visto sua natureza transitória, e sozinhos enfrentarão o mercado, embora acompanhados das experiências adquiridas.

Quando se analisam os pontos negativos, alguns foram citados. Apesar de E2 reconhecer que sem os investidores não teria tirado a ideia do papel e teria atingido o nicho de mercado menos promissor do que a pesquisa e orientação do anjo, ele alerta para a forma de negociação e condução desta para assinatura do contrato. Mesmo que a informalidade dos encontros e conversas possa ser benéfico para quebrar o gelo, para aumentar o elo de ligação entre empreendedor e investidor, como para E3, ela pode prejudicar, pois pela inexperiência dos empreendedores em negociação, podem se deixar levar pela expertise em negociação do investidor, como bem enfatiza E2. Outro ponto identificado é que os documentos que surgiram foram mais por vontade do anjo do que do próprio empreendedor e, basicamente foram o contrato e term sheet. É válido que ao longo do processo sejam utilizadas atas e que as reuniões, mesmo informais, tenham um certo grau de formalidade. Além disso, que sejam redigidos termos de confidencialidade, muito embora alguns empreendedores como E4, digam que “uma ideia sem a execução não é nada”. Algumas startups, como E3 e E4, com expectativas de networking ao buscar o anjo, comentam que não tiveram tanto sucesso. E3, em função da tragédia do voo da Chapecoense, ficou com contatos limitados dentro do clube e E4, em função do perfil do anjo, de não conectar com seu networking sem saber o motivo.

Após as análises, foi possível elaborar um conjunto de proposições de apoio ao empreendedor para auxiliar na tomada de decisão para escolha dos investimentos em startups. As informações da literatura e os dados obtidos por meio da pesquisa para atingi-lo foram checados. Na literatura muitas informações relevantes, porém bastante voltadas ao VCs. Dessa forma, ao analisar conjuntamente os dados da pesquisa, foram úteis para propor uma sequência de passos para se atingir um investidor anjo com a maior sinergia possível

## 6.2 PROPOSTAS PARA FUTUROS ESTUDOS

Após revisão de literatura e pesquisa realizada com empreendedores de 5 startups localizadas na cidade de Chapecó-SC, a pesquisadora faz algumas sugestões de estudos futuros:

- a) Reaplicação das entrevistas com maior número de empresas em diferentes regiões a fim de que as diferenças regionais, se eles existirem, não interfiram no processo de tomada de decisão dos empreendedores ao buscar investimento e investidores anjo.
- b) Buscar os documentos gerados ao longo do processo, para que se faça uma análise dos compromissos assumidos por empreendedores e investidores a fim de checar se estão sendo cumpridos.
- c) Verificar a forma com que as startups avaliam suas empresas, uma vez que foi percebido ao longo da pesquisa que se dá de forma bastante empírica, baseado nas propostas dos investidores muitas vezes. A avaliação deve estar pautada em critérios julgados importantes pelos empreendedores.

Conclui-se, por fim, que as ações propostas neste trabalho são fruto dos achados da pesquisa e do perfil de cada empreendedor e do contexto em que estão inseridos e, portanto, poderão facilitar o processo de tomada de decisão ao buscar investimento e investidores anjo, guardadas as particularidades do contexto interno e externo em que se encontra a startup.



## REFERÊNCIAS

ABREU, P; CAMPOS, N. **O panorama das aceleradoras de startups no Brasil**. Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVcepe), 2016.

ABSTARTUPS. **O modelo de venture building como mecanismo de inovação corporativa**. Disponível em: < <https://abstartups.com.br/2018/06/04/venture-building-como-mecanismo-de-inovacao/>> Acesso em: 20 jul 2018.

ABSTARTUPSa. **O que é bootstrapping e como fazer**. Disponível em < <https://abstartups.com.br/2017/01/12/o-que-e-bootstrapping-e-como-fazer/>> Acesso em: 19 jun 2018.

ACATE – Associação Catarinense de Tecnologia. Panorama do Setor de Tecnologia de Santa Catarina de 2018.

ACATE. Conheça o ecossistema de startups de Santa Catarina (2017) Link lab ACATE. Disponível em: < <http://linklab.acate.com.br/conheca-o-ecossistema-de-startups-de-santa-catarina/>> Acesso em: 02 mai 2019.

ADIZES, I. **Os ciclos de vida das organizações**: como e porque as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito. São Paulo: Pioneira, 1990

AMATUCCI, F. M.; SOHL, J. E. (2004) Women entrepreneurs securing business angel financing: tales from the field, *Venture Capital*, 6, pp. 181 – 196.

AMORIM, R. A. Os critérios de investimento utilizados pelos investidores anjo no Brasil: uma análise sobre suas prioridades. 2016. Tese de Doutorado.

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, 1989.

ARRUDA, Carlos et al. **Causas da mortalidade de startups brasileiras**. O que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado, 2012.

AUTIO, E., *Global Report on High-Growth Entrepreneurship*, 2007

BARON, R.A. AND MARKMAN, G.D., 2000, Beyond social capital: how social skills can enhance entrepreneurs' success. *Academy of Management Executive*, 14(1), 106 – 117

BARON, R. A.; SHANE, S. A. **Empreendedorismo**: uma visão do processo. São Paulo: Cengage Learning, 2007

BERGER, A.N.; UDELL, G. F. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, v. 22, n. 6-8, p. 613-673, 1998.

BLANK, S.; DORF, B. *Startup: Manual do empreendedor o guia passo a passo para construir uma grande companhia*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

BOTELHO, A. J. J., JONATHAN, E. G. **Brazilian high-tech entrepreneurs' perceptions and attitudes towards venture capital**. *Int. J. Entrepreneurship and Innovation Management*, Vol. 6, Nos. 4/5, 2006.

CARIONI, L. **Framework Metodológico para IA: Uma Abordagem focada na seleção de empresas para realização de investimentos**. Dissertação de mestrado – UDESC, 2017, 134 p.

CBINSIGHTS, **Research briefs: The Top 20 Reasons Startups Fail**. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Acesso em: 27 jun. 2018;

CEDIN. Centro de Estudos em Direito e Negócios. **Qual é a diferença entre seed capital e venture capital?** Disponível em: <https://cedin.com.br/blog/qual-e-a-diferenca-entre-seed-capital-e-venture-capital/> Acesso em: 05 dez. 2018.

CETERA, **Lending Club increases personal loan rates**. Bankrate 08 jun. 2016. Disponível em: <https://www.bankrate.com/loans/personal-loans/lending-club-increases-personal-loan-rates/> Acesso em 16 jun. 2018.

COHEN, S. **What Do Accelerators Do?** Insights from Incubators and Angels. *Innovations*, v.8, n 3/4, 2013.

CREDIOESTE, Chapecó é destaque nacional no crescimento de startups. Disponível em: <http://credioeste.com.br/site/chapeco-e-destaque-nacional-no-crescimento-de-startups/>. Acesso em 05 nov 2019.

DANIELS, C., HERRINGTON, M., KEW, P. **Global Entrepreneurship Monitor 2015/2016: Special report on entrepreneurial finance**. Global entrepreneurship Research Association. Disponível em <file:///C:/Users/danika.amorim/Downloads/gem-2015-2016-report-on-entrepreneurial-financing-1475572983.pdf>. Acesso em 23 nov. 2018.

DEATEC. Chapecó é destaque nacional no setor de TI e startups – 23/08/2018. Disponível em: <http://www.deatec.org.br/noticias/2/843/chapeco-e-destaque-nacional-no-setor-de-ti-e-startups> Acesso em 05 nov 2019

DULLIUS, A. C.; SCHAEFFER, P. R. As capacidades de inovação em startups: contribuições para uma trajetória de crescimento. *Revista Alcance*, v. 23, n. 1 (Jan-Mar), p. 034-050, 2016.

ELITZUR, R.; GAVIOUS, A. Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, v. 18, n. 6, p. 709-725, 2003.

FIGUEIRA, K. K., HORBE, T. A. N, VARGAS, K. F. S., MACHADO, E. C., MOURA, G. L. Startups: estudo do processo de abertura e gerenciamento. Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria. 10 : 56-71, 2017.

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

GHOBRIL, A. N., CRADOSO, R. L., MIYABARA, W. FERREIRA, A. C., DA COSTA, A. C. F. **O processo de tomada de decisão na captação de recursos via Venture Capital no Brasil sob a perspectiva do empreendedor.** XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica, Gramado-RS, 2006.

GEM - GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR - Empreendedorismo no Brasil: 2016, Diversos autores - Curitiba: IBQP, 2017

GODOY, AS. **Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades.** Revista de administração de empresas, 1995. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000200008&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75901995000200008&script=sci_arttext)>. Acesso em 19 jan. 2019.

INCTECH. Incubadora tecnológica. Disponível em: <<https://www.unochapeco.edu.br/inctech>> Acesso em 05 nov 2019

ISLAM, M.; FREMETH, A.; MARCUS, A. Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. Journal of Business Venturing 33, p. 35–51, 2018.

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: 29 jun. 2018.

KELLY, G. O que é micro VC. Eqseed. Disponível em: <<http://blog.eqseed.com/o-que-e-micro-vc/>> Acesso em: 02 mai 2019.

KEPLER, J. O que é uma Micro Venture Capital? (2017). Disponível em: <<https://medium.com/@joaokepler/o-que-%C3%A9-um-micro-vc-ffc7ab69743f>> Acesso em 02 mai 2019.

KLEIN, M.; THEIS, V.; SCHREIBER, D. **Análise abrangente de variáveis que podem influenciar a captação de capital de risco pelas startups.** ALTEC 2017 – XVII Congresso Latino iberoamericano de Gestión Tecnológica – Ciudad de Mexico

MAIA, N. M. M. Análise do processo de decisão para aplicação de recursos nos fatores internos em startups no Brasil. Dissertação (Engenharia de Produção), Universidade Federal Fluminense, 2018

MANZINI, E.J. Entrevista semi-estruturada: análise de objetivos e de roteiros. In: Seminário Internacional Sobre Pesquisa E Estudos Qualitativos, 2, Bauru. A pesquisa qualitativa em debate. USC, 2004

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria; Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados. 7. ed. - São Paulo: Atlas, 2010.

MARMER, M. Startup Genoma Report: A new *framework* for understanding why startups succeed. 2011. Disponível em: <  
[https://s3.amazonaws.com/startupcompass-public/StartupGenomeReport1\\_Why\\_Startups\\_Succeed\\_v2.pdf](https://s3.amazonaws.com/startupcompass-public/StartupGenomeReport1_Why_Startups_Succeed_v2.pdf)> Acesso em 24 mar 2019.

MASON, C. M.; HARRISON. R. T. Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance, *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, 8:2, 105-126, 1996

MATOS, F. **Crescer com a ajuda de um investidor é uma boa ideia?** PEGN. Pequenas Empresas Grandes Negócios. Disponível em: <  
<https://revistapegn.globo.com/Colunistas/Felipe-Matos/noticia/2014/05/crescer-com-ajuda-de-um-investidor-e-uma-boia-ideia.html>> Acesso em 12 ago. 2018.  
MITRA, S.; EUCHNER, J. **Business Acceleration at Scale: An Interview with Sramana Mitra: Sramana Mitra talks with Jim Euchner about democratizing innovation through education and mentoring. *Research-Technology Management***, v. 59, n. 3, p. 12-20, 2016.

MAURYA, A. Running lean: iterate from plan A to a plan that works. " O'Reilly Media, Inc.", 2012.

MILLS, K. G., MCCARTHY, B. **The state of small business lending:** Credit access during the recovery and how technology may change the game. Harvard Business School. Retrieved. Disponível em:  
<[http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-004\\_09b1bf8b-eb2a-4e63-9c4e-0374f770856f.pdf](http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-004_09b1bf8b-eb2a-4e63-9c4e-0374f770856f.pdf)> Acesso em: 14 jun. 2018.

MOREIRA, D. **Conheça os diversos tipos de capital de risco disponíveis para empreendedores brasileiros.** Disponível em:  
<<https://exame.abril.com.br/pme/qual-a-diferenca-entre-investidor-anjo-seed-e-venture-capital/>> Acesso em: 05 dez 2018.

OGORELC, A. (1999). **Higher education in tourism:** An entrepreneurial Approach. *The Tourist Review*, 54(1), 51-60.

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.

RIESa, E. **O estilo startup**: como as empresas modernas usam o empreendedorismo. Tradução de Carlos Szlak, 2018.

RIBEIRO, A. T. V. B.; PLONSKI, G. A; ORTEGA, L. M. **Um fim, dois meios**: aceleradoras e incubadoras no Brasil.. In: XVI Congresso Latino-Iberoamericano de Gestão da Tecnologia. Porto Alegre, RS, Brasil. 2015.

ROSA, M. C. W., SUKOHARSONO, E. G., SARASWATI, E. **The Role of Venture Capital on Start-up Business Development in Indonesia**. Journal of Accounting and Investment 20.1 (2019): 55-74. Acesso em 17 jan. 2019.

Disponível em: <

<file:///C:/Users/danika.amorim/Desktop/MESTRADO/Artigos%20Organizar/ARTIGOS/2019%20-%20Rosa%20-%20The%20Role%20of%20Venture%20Capital%20on%20Start-up.pdf>>

SALAMZADEH, A.; KESIM, H. K. **Startup Companies: Life Cycle and Challenges** (2015). 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), Belgrade, Sérvia, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2628861>> Acesso em 16 mai 2018.

SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. Journal of Financial Economics, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X90900658>>.

SARMENTO, M.R.C.; COSTA, L. F. L. G. **O papel das aceleradoras na consolidação de novas empresas de cultura empreendedora a luz da metodologia lean startup**. EmpíricaBR-Revista Brasileira de Gestão, Negócio e Tecnologia da Informação, v. 1, n. 1, p. 65-86, 2016.

SC INOVAÇÃO EM REDE. Polos de Inovação: Motor do desenvolvimento de Santa Catarina. Disponível em: <<http://www.scinovacaoemrede.com.br/polos-de-inovacao/>> Acesso em 14 mar 2019.

SCHIMITZ, C. Darwin Startups. A Realidade das startups: os números do mercado. Disponível em: <<https://darwinstartups.com/blog/a-realidade-das-startups/>> Acesso em: 10 set 2019.

SCHMIDT, R. C.; HOFFMANN, M. G. “Garantias de Financiamento Reembolsável da Inovação na Micro, Pequena e Média Empresa Banco Regional de Desenvolvimento do Programa Inova Extremo Sul”. INMR - Innovation & Management Review 16, no. 3 (13 de novembro de 2019): 253-268. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rai/article/view/164088>> . Acesso 09 set 2019.

SEBRAE, **Investidores-anjos podem ajudar a implementar seu negócio**. Disponível em:

<<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/investidores-anjos-podem-ajudar-a-implementar-seu-negocio,7d87bb147df2e410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 09 jul. 2018.

SEBRAEa, Pesquisa inédita mapeia as startups de Santa Catarina. Disponível em: < <http://www.sebrae.com.br/sites/asn/uf/NA/pesquisa-inedita-mapeia-as-startups-de-santa-catarina,2972cf8df0e76610VgnVCM1000004c00210aRCRD>> Acesso em 18 mar 2019.

SEKLIUCKIENĖ, J.; VAITKIENĖ, R.; VAINAUSKIENĖ, V. Organisational learning in startup development and international growth. *Entrepreneurial business and economics review*, p. 125-144, 2018.

SMITH, S. W., HANNIGAN, T. J. **Swinging for the fences:** How to top accelerators impact the trajectories of new ventures? Paper apresentado em Druid Society 2015, Roma, Itália. Disponível em <[http://druid8.sit.aau.dk/acc\\_papers/5ntuo6s1r5dvrpf032x24x5on5lq.pdf](http://druid8.sit.aau.dk/acc_papers/5ntuo6s1r5dvrpf032x24x5on5lq.pdf)> Acesso em 14 jun. 2018.

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.

SHANE, S.; KHURANA, R. Bringing individuals back into the effects of career experience on new firm founding. *Industrial and Corporate Change*, v. 12, n. 3, 519-543, 2003

SILVA, E. **Ciclo de vida das empresas startups.** Dissertação (Programa de Mestrado em Administração) – Faculdade Campo Limpo Paulista – FACCAMP, set, 2017. Disponível em: < [http://www.faccamp.br/new/arq/pdf/mestrado/Documentos/producao\\_discente/EdmilsonEstevaoSilva.pdf](http://www.faccamp.br/new/arq/pdf/mestrado/Documentos/producao_discente/EdmilsonEstevaoSilva.pdf) > Acesso em 28 jan. 2019.

SILVA, M. B.; SARFATI, G. **O Matching entre Venture Capitals e Start-Ups Paulistas:** O que Venture Capitals buscam nas Start-Ups e o que as Start-Ups buscam nos Venture Capitals?. IX Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas, 2016.

SILVA, M. B. **Investidor e Investido:** o processo decisório no matching entre Venture Capitals e Start-ups no Brasil. Dissertação apresentada a Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas, 2013..

STARTSE, **Conheça a jornada pela qual passa uma startup durante seu desenvolvimento.** Disponível em < <https://startse.com/noticia/conheca-a-jornada-pela-qual-passa-uma-startup-durante-seu-desenvolvimento>> Acesso em: 23 de novembro de 2018.

STARTESEa. **Conheça os tipos de investimentos para startups.** Disponível em: < <https://startse.com/noticia/conheca-os-tipos-de-investimento-para-startups>> Acesso em: 05 nov 2018.



STARTUPSC. Mapeando o ecossistema de startups em Santa Catarina. Disponível em: <<https://www.startupsc.com.br/mapeando-o-ecossistema-de-startups-em-santa-catarina/>> Acesso em 13 mar 2019.

STARTUPSCa, Mapa Startups SC. Disponível em: <<http://mapa.startupsc.com.br/>>. Acesso em 13 mar 2019.

STOREY, D. J. **Entrepreneurship and the new firm**. Beckenham, Kent, 1982

TEIXEIRA, C. S.; VOGEL, J. C.; RÉUS, I.; LEONEL, C. E. L.; BASTOS, D. Estratégias catarinenses para a inovação. In Conferência ANPROTEC, 2016.

TITERICZ, R. Caracterização dos fundos de investimentos de capital de risco brasileiro. 2003. Dissertação (Engenharia de Produção), Universidade Federal de Santa Catarina, 2003.

UFFS. Universidade da Fronteira Sul. Incubadora de Negócios – INNE. Disponível em: <<https://www.uffs.edu.br/campi/chapeco/cursos/graduacao/administracao/inne/inicio/texto-rico>>. Acesso em 05 nov 2019.

UNOESC. Abertas as inscrições para seleção de projetos para pré incubadora da UNOESC. Disponível em: <<https://www.unoesc.edu.br/noticias/single/abertas-as-inscricoes-para-selecao-de-projetos-para-pre-incubadora-da-unoe>> Acesso em 05 nov 2019.

VAN DE VEN, A. H.; HUDSON, R.; SCHROEDER, D. M. **Designing new business startups**: Entrepreneurial, organizational, and ecological considerations. *Journal of management*, v. 10, n. 1, p. 87-108, 1984.

VASCONCELOS, G. G.; MALAGOLLI, G. A. **Inovação Startup**: Transformando ideias em Negócios de Sucesso. *Revista Científica Multidisciplinar Núcleo do Conhecimento*. Ano 01. Vol. 09. pp 739-753. Outubro/Novembro de 2016. ISSN:2448-0959.

VAN OSNABRUGGE, M. (1998), 'Do serial and non-serial investors behave differently? An empirical and theoretical analysis', *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 22(4), 23–42.

VAN OSNABRUGGE, M. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, v. 2, n. 2, p. 91-109, 2000.

VEDOVELO, C.; PUGA, F. P.; FELIX, M. **Criação de Infraestruturas Tecnológicas**: A Experiência Brasileira de Incubadoras de Empresas. Rio de Janeiro, Dez. 2001. Disponível em: <[https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11524/1/RB%2016%20Cria%C3%A7%C3%A3o%20de%20Infra-Estruturas%20Tecnol%C3%B3gicas\\_A%20Experi%C3%Aancia%20Brasileira](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11524/1/RB%2016%20Cria%C3%A7%C3%A3o%20de%20Infra-Estruturas%20Tecnol%C3%B3gicas_A%20Experi%C3%Aancia%20Brasileira)>

[%20de%20Incubadoras%20de%20Empresas\\_P BD.pdf](#) > Acesso em 10 jul. 2018.

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

WRIGHT, F. **How do entrepreneurs obtain financing?** An evaluation of available options and how they fit into the current entrepreneurial ecosystem. Journal of Business & Finance Librarianship, v. 22, n. 3-4, p. 190-200, 2017.