

**OS CRITÉRIOS DE INVESTIMENTO UTILIZADOS PELOS INVESTIDORES ANJO NO BRASIL: UMA ANÁLISE SOBRE SUAS PRIORIZAÇÕES**

***THE INVESTMENT CRITERIA USED BY ANGEL INVESTORS IN BRAZIL: AN ANALYSIS OF THEIR PRIORITIES***

***Recebido: 20/1/2018 – Aprovado: 14/03/2018 – Publicado: 26/06/2018***  
***Processo de Avaliação: Double Blind Review***

**Ronaldo Alves de Amorim<sup>1</sup>**

Mestrado Profissional em Administração  
FGV EAESP  
CFO Rentcars.com  
ronaldoalvesamorim@gmail.com

**Gilberto Sarfati**

Doutor em Ciências Políticas USP  
Professor Assistente - FGV EAESP  
gilberto.sarfati@fgv.br

**RESUMO:** As *startups*, geralmente, precisam de financiamento para crescer e estes novos empreendimentos, frequentemente, se voltam a investidores anjos como opção de capital. Investidores anjo são indivíduos com grande disponibilidade de recursos financeiros que decidem investir em negócios de risco, trazendo, constantemente, não somente capital, mas também conhecimento e experiência. O objetivo deste estudo é compreender melhor o processo decisório de investimento anjo em *startups*, identificando e analisando quais são os critérios de investimento priorizados pelos investidores anjo brasileiros em seus investimentos em *startups*. O ambiente principal de pesquisa deste trabalho foi a *Gávea Angels*, a mais antiga associação de anjos do Brasil, e de forma secundária, os investidores da rede de contatos dos pesquisadores. Em linha com grande parte dos estudos

---

<sup>1</sup>Autor para correspondência: FGV EAESP - Av. 9 de julho, 2029 - Edifício John F. Kennedy, 2º Andar - Bela Vista - SP / BRASIL -, 01313902, s/n

internacionais sobre o assunto, os resultados demonstraram que a despeito da importância dos critérios ligados ao mercado, produto e dados financeiros, os critérios priorizados foram aqueles ligados ao empreendedor e seu time de gestão, conformesegue: (1) confiabilidade / honestidade do empreendedor; (2) entusiasmo/comprometimento do empreendedor; (3) time de gestão; (4) *expertise* de domínio do empreendedor. Os critérios ‘resiliência’ e ‘paixão do time’ foram os atributos mais importantes na análise particular do ‘time de gestão’.

**Palavras-chaves:** Investidor anjo, *venturecapital*, *startup*, critérios de investimento, investidor informal.

**ABSTRACT:** *Startups generally need financing to grow and these new ventures often turn to angel investors as a capital option. Angel investors are individuals with great availability of financial resources who decide to invest in risky business often bringing not only capital but also knowledge and experience. The objective of this study is to better understand the angel investment decision making process in startups, identifying and analyzing the investment criteria prioritized by angel investors in their investments in startups. The main research environment of this work was Gávea Angels, the oldest association of angels in Brazil, and secondarily, the investors of the network of contacts of the researchers. In line with most of the international studies on the subject, the results showed that despite the importance of the criteria related to the market, product and financial data, the criteria prioritized were those related to the entrepreneur and his management team, as follows: (1) reliability / honesty of the entrepreneur; (2) enthusiasm / commitment of the entrepreneur; (3) management team; (4) domain expertise of the entrepreneur. The criteria 'resilience' and 'passion of the team' were the most important attributes in the analysis of the 'management team'.*

**Keywords:** *Angel investor, venture capital, startup, decision making criteria, informal investor.*

## 1. INTRODUÇÃO:

O mercado de investidores anjo tem sido objeto de estudos desde a década de 1980, por meio de Wetzel (1983; 1987) e, mais especificamente, sobre seus processos decisórios de investimento, apenas no final da década de 1990, com Lanström (1998).

A partir da década de 1980, alguns estudos começam a surgir, mas sempre com foco num tipo de investidor mais institucional, o venture capitalist (VC). Tyebjee e Bruno (1984), MacMillan et al. (1985), Bogler e Reuber (1992), Hall e Hofer (1993) e Bachher e Guild (1996) pesquisaram sobre o processo decisório do investidor de risco, mas sempre com o foco em Venture Capitalists (VCs).

Apesar de algumas diferenças entre anjos e VCs, a literatura sugere que ambos consideram o empreendedor e o time de administração os dois fatores mais relevantes na maioria dos investimentos feitos em startups (MACMILLAN et al., 1987; VAN OSNABRUGGE, 1998; VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

Além de Landstrom (1998), Van Onasbrugge (2000), Mason e Stark (2004) e Sudek (2006) desenvolveram estudos sobre a priorização dos critérios de investimento dos investidores anjo e concluíram que os atributos ligados ao empreendedor e seu time de gestão são os mais importantes numa decisão de investimentos em startups.

Ainda são poucos os estudos acadêmicos sobre investimento anjo, e particularmente no Brasil, ainda falta, inclusive, clareza sobre os números dados. Percebe-se que há receio por parte de alguns anjos em se exporem, e isso, pode ser atribuído a questões de segurança.

Um ponto de partida que parece lógico é entender como os investidores anjo tomam suas decisões sobre o investimento. Vários estudos mundiais fizeram pesquisas empíricas sobre VCs, chegando-se ao entendimento de que estudos similares com outras fontes de investimento, neste caso, investidor anjo, fariam muito sentido e preencheria importante lacuna de estudo (SUDEK, 2006). Assim, este estudo, tem como objetivo prover dados empíricos do processo de investimento dos anjos brasileiros.

O interesse por esse estudo nasce aqui, em justamente entender o que os investidores anjo priorizam em suas decisões de investimento e assim aproximar os caminhos entre empreendedor e investidor, tornando mais alinhado o entendimento, com o propósito de fomentar novos negócios e prover conhecimento mútuo. Sudek (2006) menciona que quanto

mais se estuda o assunto, mais provável que o processo decisório de investimento seja melhorado.

Assim, problema da pesquisa consiste em: Quais são os critérios de investimento priorizados pelos investidores anjo brasileiros ao avaliarem startups? Desta pergunta de pesquisa se extrai o objetivo geral que é analisar a importância que os investidores anjo dão a cada critério de decisão previamente selecionado, e a partir de suas indicações, concluir quais critérios são prioritários, ou seja, mais importantes segundo a avaliação de um grupo de anjos.

Esta pesquisa está organizada em 4 grandes tópicos a partir deste ponto: revisão teórica, metodologia, resultados e conclusões. Na revisão teórica estão conceituados a startup, o capital de risco do investidor anjo no mundo e no Brasil, com a apresentação das estatísticas mais recentes e a revisão teórica de estudos mundiais e nacionais feitos sobre o processo decisório de investimento em startups. A metodologia detalha a forma de organização da pesquisa e seu universo, traz informações sobre a coleta de dados, caracterização da amostra e delineamento da pesquisa. A seção 'resultados' apresenta os resultados gerais de importância e priorização dos critérios de investimento, analisando-os de forma isolada, e possibilita a comparação desses resultados à pesquisa realizada por Sudek (2006). Também são analisados os critérios do time de gestão e priorização pela senioridade, assim como outros dados demográficos do Brasil e EUA.

## **2. REVISÃO TEÓRICA;**

As startups se caracterizam por terem seu potencial de inovação ligado à tecnologia, têm características particulares e, geralmente, demandam aportes de capitais externos para que consigam evoluir de suas fases iniciais de maturidade (MASON, HARRISON, 1996). Elas de modo geral contam com pouco capital próprio inicial e acabam dependendo de fontes externas de financiamento para atingir seu crescimento (FEENEY et al., 1999). Um dos primeiros problemas que os empreendedores têm quando iniciam seus negócios é conseguir capital, sendo que o capital inicial pode ser conseguido de diferentes formas, tais como: autofinanciamento, empréstimo com amigos ou parentes, sociedades de crédito, VCs ou investidores anjo. O financiamento convencional por meio de bancos acaba se tornando impraticável, dada a falta de histórico da empresa alvo e por consequência de informação e garantias, para que se possa avaliar este crédito, considerado mais convencional

(KHATIASHVILI et al., 2009). O mercado de venture capital consiste em dois segmentos principais: venture capital institucional (formal) e venture capital (informal), ou seja, investidores anjo (LANDSTRÖM, 2007). O investimento anjo é a fonte mais importante de financiamento de capital para empresas de pequeno e médio portes em seus estágios iniciais, nos Estados Unidos, assim como também em outros países desenvolvidos (RIDING, 2008). A estimativa é de que o mercado informal (investimento anjo) seja muito maior do que o mercado formal de VCs (MAULA, et al., 2005), sendo que Wetzel e Freear (1996) consideram este mercado cinco vezes maior do que o mercado de venture institucional.

Muitas empresas de tecnologia, em seus estágios iniciais, diferem de outras, também em seus estágios iniciais pela falta de recursos tangíveis. Elas começam apenas com a inteligência do empreendedor (ROBERTS, 1990). Com a falta de ativos tangíveis, muitos empreendedores buscam primeiramente as instituições financeiras como possível fonte de capital, mas por falta de garantia real, a tentativa é em vão, dado que tais instituições estão no mercado de financiamento de terceiros e não próprio. Desta forma, a próxima opção que vem à mente dos empreendedores, é a de venture capital (ROBERTS, 1990).

Existem muitas definições para investidor anjo, mas de forma geral o termo diz respeito às pessoas físicas com alta disponibilidade de recursos financeiros que investem em empresas pequenas e privadas por sua conta própria. Investidores anjo investem em empresas que outros investidores relutam em financiar (MASON; HARRISON, 1994; WETZEL, 1983). Eles usam sua riqueza financeira e experiência empresarial para ajudarem empresas jovens a crescerem, geralmente trabalhando lado a lado com seus empreendedores. Os investidores anjo são conhecidos, por parcialmente, amenizarem o problema de falta de financiamento empresarial.

O grupo de investidores anjos demonstra grande heterogeneidade em características pessoais, como idade, experiência e preferência de investimentos. O processo contratual e o de investimento também variam de anjo para anjo, indo desde alguns mais processuais e formais até outros que apenas entregam o cheque na entrada da firma. Muitos anjos são empreendedores financiadores, os quais anseiam pelo próximo investimento, enquanto outros são autônomos bem-sucedidos, como médicos ou advogados. Observa-se que este tipo de investidor conduz sua própria due diligence, pois, geralmente, investem em ramos de indústrias que lhe são familiares. Embora alguns atuem passivamente na administração da

startup, a maioria se envolve ativamente com as empresas, primeiro por conhecer o assunto e segundo, por contribuir com sua experiência, além dos investimentos financeiros.

No final da década de 1990, ocorreu o crescimento do número de anjos investidores, em razão de um investimento sindicalizado, o que permitiu investimentos coletivos com valores maiores e mais frequentes. Para guardar a identidade dos anjos de forma anônima, muitos destes sindicatos, também chamados de alianças, estabeleceram uma “fachada” para o público em geral (VAN ONASBRUGGE; ROBINSON, 2000). De modo geral, um membro do grupo traz uma oportunidade de investimento, um fórum de anjos avalia a possibilidade e cada membro decide, individualmente, pelo aporte de capital e seu valor (SOHL, 1999).

Os investidores anjo financiam startups, das quais algumas recebem investimento subsequente de fontes mais formais de capital, como VCs, enquanto a maioria não precisará mais de fundos (FREEAR; WETZEL, 1990; FREEAR, SOHL, WETZEL, 1995). Existe uma relação complementar entre investidor anjo e VC, na qual o primeiro age arando o terreno para o segundo, ou seja, nutrindo pequenas empresas com potencial de se tornarem empresas grandes, as quais interessarão ao VC para novas rodadas de investimento (FREEAR, SOHL; WETZEL, 1991; TIMMONS; SAPIENZA, 1992). No Reino Unido, 23% do capital investido por VC teve investimento prévio de investidores anjo (BVCA, 1993).

Wong, Bhatia e Freeman (2009) concluem que anjos têm um papel complementar em relação a VCs, no financiamento de novas empresas. Anjos aceitam mais risco e investem montantes menores em empresas mais novas do que VCs. Investidores anjo, aparentemente, suportam empresas mais novas até que estas estejam estabelecidas o suficiente para apreciação por VCs. Wong, Bhatia e Freeman (2009) estudaram o financiamento anjo e concluíram que, embora seja um dos métodos mais comuns, é também um dos menos estudados, argumentando ainda que venture capital institucional contribui com menos da metade do total de financiamento de novas empresas.

A grande parte da literatura sobre critérios de escolha para investimento em startups estuda o evento sob a ótica do VC (ELITZUR; GAVIOUS, 2003; MASON; HARRISON, 2002) e pouca atenção tem sido dada ao anjo investidor pela sua natureza mais privada e fragmentada. No Brasil, este tema tem divulgações ainda mais restritas, dado que alguns anjos têm receio de se expor por questões de segurança. No entanto, no final dos anos 1990 começaram a se formar algumas organizações de anjos pelo mundo e isso ajudou em

algumas ações coordenadas (KAUFFMAN FOUNDATION, 2002), eliminando assim sua intrínseca natureza fragmentada, tornando mais provável o desenvolvimento estruturado de pesquisa com anjos. Segundo o levantamento feito por este autor, o primeiro estudo desta natureza com investidores anjos no mercado dos Estados Unidos, o maior do mundo, foi em 2006 com Richard Sudek pesquisando um grupo de investidores anjo no sul da Califórnia, e no Brasil, em 2015, com Fábio Machado, o que demonstra o quão recente é este campo de pesquisa.

Uma diferença importante entre VCs e anjos é que os VCs conduzem análises de investimento mais estruturadas do que os anjos. Os anjos realizam menos diligências prévias (duediligence), investem mais oportunisticamente, se baseiam mais em instintos e não calculam taxas de retorno de investimento (BATY, 1991; MASON; HARRISON, 1996; TIMMONS, 1990; VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

Anjos e VCs também se diferenciam em seus motivos, na sua experiência empreendedora e no envolvimento esperado (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). No geral, os anjos são mais envolvidos com a operação do dia a dia da startup (BENJAMIN; MARGULIS, 2000) e têm de fato experiência na operação (FREEAR; WETZAL, 1991). É comprovado que 87% dos anjos têm experiência na operação, contra praticamente nenhuma dos VCs. Os anjos têm, frequentemente, mais experiência empreendedora do que os VCs (aproximadamente 80% dos anjos possuem experiência em startups e os VCs apenas 33% (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Os anjos também investem parte mais considerável do seu tempo trabalhando na startup investida, enquanto os VCs raramente se envolvem com tais atividades (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), por isso, o investimento de um anjo se torna mais pessoal e com motivações que vão além do retorno financeiro (BENJAMIN; MARGULIS, 2000).

Apesar de existirem algumas diferenças entre anjos e VCs, a literatura sugere que ambos consideram o empreendedor e o time de administração os dois fatores mais relevantes na maioria dos investimentos feitos em startups (MACMILLAN et al., 1987; VAN OSNABRUGGE 1998; VAN OSNABRUGGE; ROBINSON 2000).

MacMillan, Siegel e Narasimha (1985) concluem que a despeito do produto, mercado ou análise financeira, é o empreendedor que fundamentalmente determinará se o VC investirá ou não. Conforme a conclusão citada, muitos processos decisórios se pautam num plano de negócios (business plan), o estudo sugere que num plano de negócio deveriasse

demonstrar, da melhor forma possível, que o empreendedor é resiliente, tem um histórico relevante para a venture, reage bem diante de um risco e tem familiaridade com o mercado alvo. Se isso não ocorrer, então o empreendedor precisará contar com uma equipe com tais características e demonstrar que ele é capaz de liderá-lo.

Sudek(2006) examinou o que um grupo de investidores anjos do sul da Califórnia, Estados Unidos, considera quando avalia uma oportunidade de investimento e como ele prioriza estes critérios.É possível que este estudo tenha sido o primeiro desta natureza focado em investidores anjo nos Estados Unidos, o maior mercado global, demonstrando assim o quão recente é o assunto no meio acadêmico. Esta pesquisa utilizou uma abordagem de duas fases, uma primeira qualitativa e uma segunda quantitativa. A fase qualitativa consistiu em colocar um observador experimentando uma organização anjo como membro. O estudo se baseou na observação e pesquisa dos 173 membros da Tech Coast Angels, a maior organização de investidores anjo dos Estados Unidos. A associação não investe como um todo e cada anjo investe de forma independente em valores mínimos, de forma geral, em torno de US\$ 25.000.

A decisão de investimento, frequentemente, está atrelada à impressão que os investidores terão na etapa de triagem, que é na verdade uma primeira seção pública de trinta minutos, com a primeira metade dedicada à apresentação do empreendedor e a segunda metade aberta para perguntas e respostas. A segunda seção é uma reunião privada entre os investidores anjo, em que cada apresentação é discutida com profundidade e as dúvidas e preocupações são levantadas.

Sudek concluiu na fase qualitativa (observação) que os investidores anjo gastam a maior parte do seu tempo e energia em quatro principais temas: (1) a paixão e a confiabilidade do empreendedor líder; (2) a qualidade do time de gestão e a (3) existência de uma saída ou a (4) liquidação do investimento. A paixão do empreendedor líder apareceu como o critério mais importante e isso provavelmente aconteceu pela percepção de que o sucesso de uma startup é tão difícil, que empreendedores sem grande engajamento e entusiasmo, provavelmente não sucederão. Na leitura dos investidores anjo parecia que engajamento e paixão se transformariam em sucesso nos negócios.

Os resultados quantitativos confirmaram os quatro critérios mais importantes da fase qualitativa, colocando a confiabilidade do empreendedor em primeiro lugar, depois da qualidade do time de gestão, seguido pelo entusiasmo do empreendedor e, logo após, pelo

potencial de saída/liquidação do investimento. O autor também ponderou sobre o que a maioria das literaturas apresenta em relação à qualidade do time de gestão, classificada entre os critérios mais relevantes, contudo, faltam detalhes de quais atributos do time de gestão são importantes. Seu estudo demonstrou que paixão, capacidade de superação e abertura são os três critérios principais.

Finalmente, ele também analisou e concluiu que não há relação significativa entre experiência (baseado no número de investimentos já realizados por cada investidor) e classificação dos critérios de seleção. Entretanto, quando agrupou os menos experientes (até cinco investimentos), os experientes médios (entre 6 e 15 investimentos) e os mais experientes (mais de 16 investimentos), o item ‘honestidade’, por exemplo, como item muito importante, variou de 71% para os menos experientes, passando para 82% para os experientes médios, chegando até a 93% para os investidores mais experientes.

Zinecker e Bolf (2014) pesquisaram quais os critérios mais relevantes levados em conta por investidores anjo na Rússia e nos países da Europa Leste e central (República Checa, Polônia, Hungria, Eslovênia, Eslováquia e países bálticos). Utilizando média aritmética e desvio padrão para as respostas obtidas, e usando a média como elemento de classificação, os investidores dos países da Europa Leste e central indicaram que os critérios ligados ao produto são os mais importantes, contrariando, portanto, a maior parte dos estudos acadêmicos que apontam os critérios ligados ao empreendedor, o time de gestão, como sendo os mais relevantes. O resultado deste estudo alinha-se ao de Tyebjee e Bruno (1984), cujos investidores demonstram colocar mais ênfase no produto e mercado do que na gestão. Este caso, em específico demonstrou como principais atributos: ‘vantagem competitiva do produto’ e seu ‘potencial de trazer altos retornos’. Embora a ‘reputação da administração’ tenha apresentado boa média, seu alto desvio padrão indica que não se trata de um consenso. Dentro dos critérios financeiros, o item destacado foi o de ‘potencial de altos retornos’ e em relação aos critérios de ‘mercado’, não há uma preferência tão delineada entre a ‘demanda do produto’ e ‘tamanho do mercado’, demonstrando que ambos são importantes para o investidor do leste e centro europeu.

O subgrupo de dados, dos russos, embora necessite cuidado na análise da amostra muito limitada, também não evidencia maior importância para as características do grupo II, ou seja, ligados ao empreendedor e administração. É um resultado que demonstra certo paralelo com as conclusões vindas dos países do leste e centro europeu, demonstrando que a

‘vantagem competitiva do produto’ foi o critério mais importante do ‘produto’, assim como o ‘potencial de altos retornos’ no critério financeiro. Isso demonstra que ambos critérios relativos ao mercado do produto ou serviço são importantes, tais como: ‘demanda pelo produto’ e ‘tamanho do mercado e seu crescimento’. Em relação ao critério ‘qualidade da administração’, o quesito ‘simpatia pessoal’ superou a ‘reputação’, como foi verificado.

Machado (2015) desenvolveu o primeiro estudo sobre critérios de escolha de investidores anjo em startups. Segundo o levantamento deste autor, numa pesquisa qualitativa, utilizando-se de entrevistas exploratórias com 5 investidores anjo, ele buscou entender quais critérios eram importantes nas decisões de investimento, consideradas como critérios que determinam na decisão de investirem, o resultado apontou o seguinte: interesse e benefícios do produtos, inovação e qualidade, tamanho do mercado, potencial de crescimento do mercado, experiência do empreendedor, histórico do empreendedor, paixão e comprometimento do empreendedor, integridade e confiança do empreendedor, rentabilidade real, plano de negócios/apresentação, ROI/valorização, abertura a ajustes do empreendedor, abertura a ajustes do negócio e papel do investidor.

Por outro lado, os critérios proteção/patente do produto, dinâmica de mercado e liquidez do negócio foram considerados de pouca importância. Os critérios desta pesquisa foram segregados num questionário semiestruturado em 5 dimensões: produto, mercado, empreendedor, financeiro e investimento, a partir de Maxwell et al. (2011). Além das respostas abertas, os investidores indicaram quais os 5 critérios principais, ou mais importantes, indo um passo além da resposta obtida, descrita, em cujo resultado, quase todos os critérios foram tidos como importantes. Contrariando a maior parte da literatura internacional, os critérios ligados ao empreendedor não foram classificados no topo por nenhum dos 5 investidores, antes, a avaliação se deu com maior ênfase para os critérios dos grupos ‘financeiro’ (rentabilidade real e ROI) e ‘produto’ (interesse e benefícios do produto e inovação e qualidade do produto/serviço).

### 3. METODOLOGIA

Este estudo teve como objetivo identificar quais são os critérios priorizados pelos investidores anjo brasileiros em seus investimentos feitos em startups. Para alcançar o objetivo, realizou-se uma pesquisa quantitativa baseada em respostas dadas a questionários

(survey). Os questionários foram aplicados a uma associação de anjos, localizada no estado do Rio de Janeiro, e também a investidores anjo, via contatos pessoais e ferramentas de mídia social, ainda utilizando-se do método snowball foi possível acessar outros respondentes.

A coleta de dados, via aplicação de questionário, foi a forma escolhida, em detrimento de entrevistas ou observações, pelos seguintes motivos: i) o objeto de estudo está em um mercado fechado e, portanto, de pouco interesse em exposição. Machado (2015) em sua pesquisa, no Brasil, conseguiu apenas 5 investidores para participar de sua pesquisa exploratória; ii) qualquer uma destas duas abordagens alternativas tem tecnicamente menor alcance, em termos de volume, à aplicação de questionário; iii) o método quantitativo e o questionário.

Por meio de contato pessoal, chegou-se até o Presidente da Gávea Angels, que prontamente colocou a Associação à disposição como ambiente de pesquisa, o que se constituiria então como o único ambiente de pesquisa institucional deste estudo.

A Gávea Angels do Rio de Janeiro é a mais antiga associação de anjos do Brasil e foi criada em 2002 (RAMALHO et al., 2011). Ramalho et al. (2011) elaborou o segundo censo nacional da indústria de Private Equity e Venture Capital e verificou que, em 2008, havia quatro associações de investidores anjo constituídas no Brasil, totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital aplicado estimado em U\$ 9 milhões. São elas: Bahia Anjos, Floripa Angels e São Paulo Anjos, além é claro, da Gávea Angels.

O Gávea Angels é um dos mais tradicionais grupos de investimento anjo do Brasil e se constitui como uma associação privada, sem fins lucrativos, constituída por um número limitado de associados, pessoas físicas e jurídicas, com o propósito de promover o desenvolvimento de startups. Ela se define como uma boutique de investidores, com expertises altamente heterogêneas. O investidor associado ao Gávea Angels possui conhecimento do negócio, conhece sobre desenvolvimento da estratégia e promove a atração de competência externa. Atrai também novos investidores a fim de construir mais redes de relacionamento. Fundado em 2002, já realizou 16 investimentos e realizou mais de 36 fóruns para investidores e stakeholders nacionais e internacionais.

O Gávea Angels se propõe, unicamente, a identificar, educar e aproximar as partes interessadas - os associados -, na qualidade de investidores potenciais, e as empresas nascentes, sem assumir qualquer outra responsabilidade, envolvimento ou interesse, direta ou indiretamente, arcando, tão somente, com os custos de natureza administrativa decorrentes.

Os investimentos, quando realizados, são efetuados individualmente pelos associados, mesmo na condição de grupos de investidores, não envolvendo a Associação em suas decisões ou eventuais custos.

A participação na Gávea Angels é um privilégio estendido, por convite expresso, a pessoas físicas e jurídicas, sendo sujeita a renovação periódica, não-renovação, revogação, terminação ou suspensão. O propósito da Gávea Angels é expor seus associados a oportunidades de investimento em empresas nascentes e, em especial, àquelas oportunidades trazidas pelos próprios associados, assim como proporcionar um fórum para educação e para troca de informações e ideias relativas a essas oportunidades, às boas práticas de investimento nessa classe de ativos e aos diferentes aspectos do desenvolvimento de empresas nascentes.

Em 2016, a referida empresa bateu o recorde de sua história em decorrência do número de investidores associados, alcançando mais de 50 investidores associados, com backgrounds heterogêneos e com larga experiência em seus setores.

Seu comitê de operações já avaliou mais de 100 startups desde sua fundação e a capacidade do grupo é de mais de R\$ 14 milhões até 2018. Como a Gávea não contava com muitos associados, receava uma possível baixa da adesão. Zinecker e Bolf (2014) constataram apenas 12% de adesão em seus questionários, Wetzel (1983) documenta extensamente sobre a dificuldade de abordar os investidores anjo, e Haar et al. (1988) cita, a partir de sua própria dificuldade, como conseguir possíveis respondentes, argumentando que os anjos têm receio de serem identificados e assim inundados com propostas de investimento. Desta forma, surgiu a necessidade de buscar um grupo maior de possíveis participantes, e conseqüentemente, possíveis respondentes, para que a amostra ficasse razoavelmente representativa, mesmo se considerando as dificuldades de acesso a este mercado. Diante disso, buscou-se outros investidores anjo pela ferramenta de mídia social LinkedIn e contatos pessoais do pesquisador e seu orientador, mecanismo esse que acabou se mostrando até mais eficaz do que a estratégica maciça que uma associação poderia ter como hub. Também foi utilizado o método snowball para encontrar outros investidores anjo, algo que também apresentou algum retorno. No total, 20 investidores anjo foram contatados pela rede de contatos, o que somado aos 51 da Gávea Angels, se alcançou 71 investidores anjo.

O formulário de pesquisa foi construído na ferramenta Google Forms e seu link enviado via e-mail aos respondentes. O e-mail foi enviado diretamente aos participantes da

pesquisa, no caso daqueles levantados por rede de contatos, e no caso da Gávea Angels, o e-mail foi enviado ao Presidente, que se encarregou de distribuir, internamente, via comunicado oficial da Associação, elemento este importante para dar respaldo à pesquisa. A abordagem via e-mail apresenta um ponto negativo, tendo em vista a referida mensagem ser recebida em meio a muitas outras, e considerando que os investidores informais têm outras atividades, além de seu papel como anjo. Eventualmente, estes e-mails acabaram concorrendo com vários outros, em meio a uma agenda já possivelmente cheia. Neste caso, é possível que estes e-mails tenham sido preteridos. Além disso, este método é impessoal, não conta com a presença do entrevistador e por isso pode levantar mais suspeitas sobre o real propósito ou fidedignidade da análise de informações, algo que certamente seria minimizado numa entrevista pessoal, com preenchimento dos dados face a face. Também, o envio de links por e-mail pode direcionar a correspondência para a caixa de lixo eletrônico do investidor, o que impede que a mensagem seja vista e, portanto, respondida.

Por outro lado, infere-se que um método quantitativo busca generalizações a partir de uma amostra, e que preferencialmente, deve ser representativa para que a generalização tenha alto nível de confiança e possa reproduzir na população uma leitura com o menor viés possível. Assim sendo, um envio de questionários por e-mail permitiria alcançar um número maior de possíveis respondentes, sem limitações geográficas ou necessidade de alinhamentos de agendas, tornando assim este processo possivelmente mais escalável. Adicionalmente, neste mercado, existe uma particularidade que é uma restrição grande por parte dos anjos em participarem de pesquisas e, também, de se exporem, pelo receio de receberem avalanches de propostas, ou até pela própria segurança física. A dificuldade em identificar e extrair respostas de investidores informais já foi bastante documentada na literatura (WETZEL, 1983). Em virtude do mercado imperfeito para investidores informais, é difícil para empreendedores e também para pesquisadores encontrarem potenciais respondentes. Por conseguinte, talvez os resultados da pesquisa não fossem satisfatórios pela dificuldade de estar face a face com estes investidores, além é claro, da dificuldade de separar uma agenda que certamente seria mais extensa do que o preenchimento isolado de um questionário.

A abordagem por intermédio de uma associação permite uma distribuição como 'hub', potencializando assim o alcance destes investidores, seja por reforçar o pedido aos anjos de forma mais institucional, seja pela forma maciça de alcance, o que se mostra muito

mais vantajoso do que abordagens diretas a investidores, um a um. Um dos estudos de maior referência para esta pesquisa foi realizado nos Estados Unidos por (SUDEK, 2006), que usa a metodologia de abordagem, via uma das mais importantes Associações do país, localizada na Califórnia, e reporta 42% de adesão (72 de 173 questionários enviados), em parte pela abordagem mais institucional e de maior peso que a pesquisa assume, quando apoiada pela associação, além é claro, de atingir o maior número de pesquisado de uma só vez. MacMillan et al. (1985) reporta adesão ainda maior, de 68% (102 de 150 questionários enviados), em pesquisa junto a National Venture Capital Association, percentual este que o próprio autor considera como ‘altíssimo nível de interesse’. Ambos os casos não citam nas limitações do estudo o tamanho da amostra ou percentual de resposta. A proposta desta metodologia está alinhada com a pergunta de pesquisa, dado que as respostas analisadas de forma quantitativa indicam quais são os critérios de maior relevância levados em consideração pelos investidores anjo em seu momento de decisão.

A população deste estudo abrange somente investidores anjo que atuam no Brasil e que já tenham feito pelo menos um investimento em startup no país, pertencendo ou não a uma associação de anjos. O método de resposta os recobra de fatos passados vividos em oportunidades de análise de investimento, já efetuadas por cada um.

Ao invés de se criar um questionário baseado nas combinações de critérios, já utilizados em pesquisas anteriores, optou-se por utilizar o mesmo formulário utilizado por Sudek (2006) em sua pesquisa feita nos Estados Unidos

Os respondentes puderam classificar sua escolha, por meio da escala Likert de 1 a 5, na qual 1 é o menos importante e 5 o mais importante. Além das análises dos 2 questionários mencionados, também houve análise das escolhas de forma clusterizada, considerando a senioridade dos investidores, neste caso baseado na experiência do investidor (dado pela quantidade de investimentos já realizado).

O questionário foi enviado primeiramente à GaveaAngels, no início de setembro de 2016, e posteriormente, aos participantes encontrados via rede de contatos, ainda no mês de setembro. O formulário esteve disponível para preenchimento de setembro até outubro de 2016, quando então os dados foram compilados para análise e considerações finais.

Os critérios foram então classificados pela média simples de suas respostas (do maior para o menor), com seus respectivos desvios-padrão. Novamente, a classificação pela médiaaritmética esteve alinhada com estudos internacionais utilizados como referência nesta

pesquisa (LANDSTRÖM, 1998; MACMILLIAM et al., 1985; SUDEK, 2008; ZINECKER; BOLF, 2014), traduzindo de forma objetiva quais foram os critérios mais bem classificados na média e também informando o desvio padrão para análise de sua dispersão, o que certamente também ofereceu elementos adicionais para entender o quão homogênea foi a posição da amostra em relação a cada critério.

Os critérios e os dados demográficos foram analisados de formas isolada e, também, comparativa em relação ao estudo de Sudek (2006), para então analisar a similaridade, ou não, dos grupos em relação à priorização dos critérios de escolha de um investidor anjo.

O resultado da pesquisa também foi segmentado por senioridade dos investidores. O objetivo foi entender se os critérios definidos de forma geral prevaleceram inalterados ou houve mudança, dependendo da senioridade/experiência do investidor anjo (dado pelo número de investimentos já realizados). Esta análise agrupada pela senioridade do investidor não apenas está alinhada com estudo de Sudek (2006), mas também como fonte de ratificação ou retificação de outros estudos, como de Smith et al. (2010), os quais pesquisaram os efeitos da experiência sobre o processo decisório dos investidores anjo e constaram que há diferenças nos critérios de escolha, priorizados pelos investidores. Tanto os menos experientes quanto os mais experientes reconhecem que têm aprendido continuamente com suas tentativas.

#### **4. RESULTADOS:**

A enquete foi submetida a 71 participantes, sendo 51 da Gávea Angels e 20 da rede dos pesquisadores. No total, 19 investidores responderam à pesquisa, sendo 8 vindos da Gávea Angels e 11 dos contatos dos pesquisadores. Um dos respondentes do primeiro grupo afirmaram ainda não terem feito nenhum investimento anjo e que teriam acabado de se filiar à Associação, logo, sua resposta foi desconsiderada, pois fere um dos requisitos da pesquisa, que é já ter feito pelo menos um investimento anjo no passado e assim recobrar um fato vivido, assim, a amostra final ficou com 18 respondentes, 25% de adesão.

Do percentual final de respondentes, 25% está acima, por exemplo, do estudo feito por Zinecker e Bolf (2014), que apresentou 12% de adesão, e em números absolutos, acima dos 14 respondentes identificados na tomada feita na Rússia. Contudo, da adesão dos investidores da Associação usada no estudo, 14% na Gávea Angels ficou abaixo de outros

estudos relevantes, conduzidos na área, como Sudek (2006) com 42% e MacMillan et al. (1985) com 68% em suas abordagens, via associações americanas.

A amostra é predominantemente masculina, com 94,4% homens e 5,6% mulheres, ou seja, 17 homens e apenas uma mulher. Este dado está em linha com a pesquisa feita pela Associação Anjos do Brasil em 2016 que aponta predominância masculina em seu quadro de associados (91%). Os dados mais recentes do mercado de investimento anjo nos Estados Unidos (SOHL, 2015) demonstram um crescimento significativo da presença de mulheres neste mercado, saltando de 5% para quase 25%, num período de 10 anos. De maneira similar, o mercado brasileiro teve movimentação na mesma direção refletida na pesquisa feita pela Anjos do Brasil, a qual demonstra que a atual participação de 9% quase dobrou sobre os 5% apontados, em pesquisa realizada em 2014 pela mesma Associação.

Em relação à idade, quase  $\frac{3}{4}$  (72,2%) da amostra se encontra entre os 40 e 49; 16,7% entre 30 e 39; 5,6% entre 50 e 59 e 5,6% entre 60 e 69. Pode-se inferir que estes dados também estão em linha com a pesquisa demográfica da Anjos do Brasil realizada em 2016, a qual constata que a idade média dos investidores é de 47 anos, idade situada entre a faixa de maior frequência neste estudo. Por outro lado, as informações demonstram um público mais jovem, quando comparados com os dados de Sudek (2006), nos quais, a idade média observada em sua amostra foi de 53 anos.

O nível de educação dos anjos pesquisados demonstrou que 16, dos 18 respondentes considerados, têm algum diploma ou certificado, após o nível universitário; sendo, que 72,2% têm MBA, 16,7% têm mestrado e 11,1% outro título universitário completo. A formação acadêmica do investidor anjo brasileiro está em linha com a do investidor anjo americano, tomando a pesquisa de Sudek (2006) como base, uma vez que esta apresentou maior frequência para o título de 'masters', o que em tese engloba os programas de MBA e mestrado

Os respondentes são, na sua maioria, empreendedores (44,4%); 27,8% são autônomos e outros 27,8% não se enquadram em nenhuma destas duas categorias. Uma amostra com a maioria de empreendedores está em linha com os dados da Anjos do Brasil (2016), que constatou percentual semelhante de 42%, porém, o percentual de autônomos de 7% ficou bem abaixo dos 27,8% apontados nesta pesquisa.

Na média, o primeiro investimento dos anjos, dos quais responderam à pesquisa, foi em 2012, sendo, os mais antigos em 2009 e o mais atual em 2016. Ou seja, são investidores relativamente novos no mercado, com uma média de 4 anos de atividade (2012 até 2016).

Embora jovens ainda no setor, esta amostra já se demonstra mais madura do que a média dos investidores anjos da Anjos do Brasil, que em 2016 divulgou média de 1,4 anos de atividade de seus anjos. Somente 12% estão posicionados entre 3 a 5 anos de tempo de atuação e 7% com 5 anos ou mais.

Na média, a pesquisa de Sudek (2006) indicou que o primeiro investimento anjo dos respondentes foi em 1991, sendo o mais velho em 1971 e o mais recente em 2004, dois anos antes da publicação da pesquisa. Esta é mais uma demonstração de quão incipiente este mercado ainda é no Brasil, e, portanto, ao mesmo tempo, evidencia o potencial de crescimento.

Em relação aos investimentos já realizados por cada investidor, a quantidade média foi de 6,44, com valor médio de R\$ 114 mil por investimento. A quantidade de investimentos já realizados variou entre 1 a 28 por investidor, sendo que 28 investimentos para um único anjo foi tido como um outlier, um ponto muito fora da dispersão observada. O valor médio de investimento feito por cada investidor variou de R\$ 2.000 a R\$ 600 mil, sendo que R\$ 600 mil também foi considerado um outlier desta amostra. Sudek (2006) levantou em sua pesquisa 10,54 investimentos por investidor anjo num valor médio de U\$ 729.015 (número este que também já desconsidera seus outliers).

Ou seja, na amostra observada, cada investidor investiu em média R\$ 114 mil em cada uma das 6,44 empresas onde aportou capital. Desconsiderando os outliers, na média, os números seriam R\$ 80 mil em cada uma das 5,17 empresas investidas. Quando comparados aos números da Anjos do Brasil, os números desta pesquisa trazem uma diversificação de portfólio (empresas investidas) mais do que o dobro maior, indo de 2,7 para 6,44, porém, com investimentos menores (R\$ 114 mil contra R\$ 208 mil). Fica claro pela amostra deste estudo que seus investidores aportam maior volume financeiro do que os associados da Anjos do Brasil, R\$ 695 mil no total contra R\$ 561 mil, apresentando uma conduta mais pulverizada, aplicando volumes menores em mais startups. Nos Estados Unidos, o investimento anjo médio é de U\$ 328 mil (SOHL, 2015).

Comparando os dados de Sohl (2015) com os fornecidos pela Associação Anjos do Brasil (2016), haverá então a comparação mais justa, tanto por serem as mais amplas

representações de seus países, como também por estarem em cronologias próximas. Neste caso, conclui-se que os investidores anjo americanos investem, em média, 5 vezes mais do que os investidores brasileiros. Soma-se a isso o fato de que, pelos dados destas mesmas fontes, o número de investidores nos Estados Unidos é aproximadamente 10 vezes maior, 73.440 contra 7.260 no Brasil. A partir disso se abstrai um montante total investido nos Estados Unidos de U\$ 24 bi, um valor 50 vezes maior do que no Brasil, de pouco menos de U\$ 500 mi.

Em relação ao tempo de retorno do investimento, ou seja, tempo no qual os investidores esperam reverter suas posições e torná-los líquidos,foide 5,22 anos na média. Os resultados foram de 5 anos para 55,6% dos respondentes, entre 3 e 4 anos para 22,2% e entre 7 e 8 anos outros, 22,2%. Esta média está totalmente alinhada com os resultados da pesquisa de Sudek (2006), que apresentou uma média de 5,25 anos para saída dos investimentos.

Oitenta e três por cento dos respondentes (15 dos 18) disseram que se envolvem, ou já se envolveram,com a rotina operacional dos investimentos que fizeram.O resultado deste estudo, segundo a classificação de importância da média aritmética e a partir do maior valor absoluto, demonstrou alinhado com a maioria das pesquisas realizadas sobre critérios de decisão de investimento anjo em startup, e apresentadas na revisão bibliográfica deste estudo (BACHHER; GUILD, 1996; BOGLER; REUBER, 1992; MACMILLAN et al., 1985; LANDSTRÖM, 1998, SUDEK, 2006; VAN OSNABRUGGE, 2000).Ratificando que, a despeito de qualquer outro critério, é o foco no empreendedor e seu time de gestão que mais pesa na hora de decidir por um investimento em startup.A literatura sugere que os anjos consideram o empreendedor e o time de gestão os dois fatores mais relevantes na maioria dos investimentos realizados em startups(MACMILLAN et al., 1987; VAN OSNABRUGGE 1998;VAN OSNABRUGGE; ROBINSON 2000).

Dos seis critérios ligados ao empreendedor e time de gestão, quatro ocuparam exatamente as quatro primeiras posições, são eles: (1) confiabilidade/honestidade do empreendedor; (2) entusiasmo/comprometimento do empreendedor; (3) time de gestão; (4) expertise de domínio do empreendedor. Este resultado deixa evidente que o empreendedor e o time de gestão são os critérios mais importantes, os quais investidores anjo levam em conta na hora de decidir pelos seus investimentos.

O critério confiabilidade/honestidade do empreendedor, assim como na pesquisa realizada por Sudek (2006), ficou em primeiro lugar, ou seja, como o critério mais importante na hora de se tomar uma decisão de investimento em umastartup. Numa escala que vai de 1 a 5, este item teve média 4,94, ou seja, 17 dos 18 respondentes da pesquisa indicaram que este critério é muito importante, nota máxima 5, e apenas um classificou com nota 4, imediatamente abaixo de muito importante. Apesar deste critério estar em ambas pesquisas como o número 1, neste estudo realizado no Brasil, ele teve média mais alta e menor desvio padrão do que a pesquisa de Sudek (2006) realizada nos Estados Unidos. Ressalvando-se o fato da amostra da pesquisa brasileira ser menor e assumindo generalização das amostras para suas populações, os estudos demonstram que no Brasil existe maior preocupação com a honestidade do empreendedor do que nos Estados Unidos, e que isso é mais consensual no Brasil (menor desvio padrão).

Dos cinco critérios mais bem classificados neste estudo, quatro estão entre os cinco mais bem classificados na pesquisa de Sudek (2006), o que demonstra certo alinhamento entre as prioridades destas amostras. Dentre os cinco critérios mais bem classificados desta pesquisa, o único que não se refere ao empreendedor ou seu time de gestão é o 'potencial de receita', que também teve a mesma classificação na pesquisa de comparação. O fato que destoa de forma significativa é em relação ao critério 'potenciais rotas de saída / potencial de liquidez', que na pesquisa de Sudek é um dos critérios listados entre os 5 mais bem classificados (ocupando a quarta colocação), contudo, no estudo atual aparece apenas na décima sexta colocação e com média quase um ponto menor, ou seja, a despeito da classificação, de fato o estudo atual apresentou uma importância menor para este item. Embora ambas as pesquisas indiquem prazos semelhantes para tornar os investimentos líquidos, o critério 'potenciais rotas de saídas' foi considerado um critério menos importante nesta amostra.

Embora o objetivo deste estudo não seja apenas identificar o nível de importância de cada critério, mas a priorização dos mesmos numa mútua relativização, de forma geral e excluindo o último critério classificado, 'proteção formal do produto (patente)', todos os demais tiveram média acima da mediana 3, ou seja, estão mais próximos da nota máxima 5 (muito importante) do que da nota mínima 1 (sem importância). Desta análise foi possível extrair que todos estes critérios têm, pelo menos, razoável importância, ou seja, são mais importantes do que sem importância para os investidores anjo pesquisados. Conclui-se então

que, exceto pelo último critério classificado, ‘proteção formal do produto (patente)’, todos os demais são levados em consideração como elementos de importância para a decisão, sendo os critérios ligados ao “empreendedor e seu time de gestão” os mais relevantes, ou seja, os priorizados.

Do sexto ao décimo lugar ficaram os seguintes critérios: (6) potencial de crescimento do mercado; (7) competição no segmento de mercado; (8) retorno sobre o investimento; (9) potencial de receber co-investidores; (10) histórico do empreendedor. Neste grupo há uma mescla de critérios de mercados, financeiros e ligados ao empreendedor. Tyebjee e Bruno (1984) concluíram que os critérios ligados ao mercado são os mais importantes para os investidores anjos, o que neste estudo figurou como sexto critério mais importante. Um fato que chama a atenção quando comparado aos demais critérios deste mesmo grupo, é o alto desvio-padrão do critério ‘potencial de receber co-investidores’, fato este também observado na pesquisa de Sudek (2006).

Isso evidencia que não há consenso entre os investidores sobre sua importância. Neste estudo mesmo houve resposta 1, sem importância, até algumas 5, considerando o item muito importante. De fato, todos os níveis de importância da escala, que varia de 1 a 5, foram pelo menos uma vez selecionados neste critério. Na pesquisa de Sudek este item tem média 0,5 menor e 9 posições abaixo, ficando em décimo oitavo lugar, ou seja, ele foi considerado um item de menor importância pelos investidores americanos pesquisados.

Do décimo primeiro ao décimo quinto lugar ficaram os seguintes critérios: (11) ter gostado do empreendedor nas reuniões; (12) baixa necessidade de CAPEX inicial; (13) possibilidade de manter as despesas em baixo patamar; (14) tamanho do investimento; (15) margens de lucro do negócio. Exceto pelo item que ficou em décimo primeiro lugar, este grupo de itens é essencialmente financeiro. Aliás, numa análise mais apurada de toda a tabela de resultado percebe-se que os itens financeiros ficaram no meio da tabela em termos de importância, ou seja, não sendo os mais importantes como ficou claro nos itens ligados ao empreendedor e seu time de gestão, mas também não ocupando a parte debaixo da tabela. Machado (2015) conclui em sua amostra de pesquisa que os critérios financeiros seriam os mais importantes. Apesar de suas posições na tabela, tanto este estudo quanto o estudo de Sudek (2006) demonstram os critérios ‘ter gostado do empreendedor nas reuniões’, ‘baixa necessidade de CAPEX inicial’ e ‘possibilidade de manter as despesas em baixo

patamar', com altos desvios padrão quando comparados a outros critérios, o que demonstra disparidade de opiniões entre os respondentes sobre estes critérios.

Do décimo sexto à vigésima posição ficaram os seguintes critérios, assim classificados: (16) potenciais rotas de saída; (17) seu conhecimento pessoal do negócio/indústria; (18) possibilidade de atingir o equilíbrio financeiro sem novos aportes; (19) barreira para entrada de competidores; (20) pontos fortes do investidor preenchendo gaps do negócio. Neste grupo há uma mescla de critérios financeiros, mercadológicos e ligados ao próprio investidor. Todos os critérios deste grupo apresentam média homogênea, próxima de 3,5, e desvio padrão relativamente alto em todos os casos, exceto para 'barreira para entrada de competidores', o que evidencia certo consenso ao redor de sua média. Este critério é, inclusive, um dos dois pontos mais relevantes a serem comentados neste grupo de critérios, pois apresenta média 0,69 ponto menor do que no estudo de Sudek (2006). Isso demonstra que para os investidores brasileiros, as possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes não são um critério tão relevante e por isso ficou apenas na décima nona colocação, 10 posições abaixo do que no estudo feito por Sudek (2006). O maior ponto de divergência destes critérios entre os estudos é em relação às rotas de saída, assunto já comentado acima neste mesmo item.

Nas cinco últimas posições ficaram: (21) conselheiros atualmente envolvidos; (22) nicho de mercado; (23) possível chance de envolvimento no negócio; (24) proteção do produto em relação a concorrência; e (25) proteção formal (patente). Este grupo de critérios apresenta uma média razoavelmente homogênea, sendo o último critério o único a figurar com média abaixo de 3, o que implica em classificá-lo não apenas com a menor importância relativa, mas também com baixa importância absoluta (ficou abaixo da mediana 3 e, portanto, mais próxima da nota 1, tida como 'sem importância'). Exceto o critério 'proteção do produto em relação à concorrência', seus desvios-padrão são relativamente altos, o que demonstra falta de consenso entre os respondentes sobre a importância destes critérios.

Um fato que chamou atenção nas respostas desta pesquisa, é que ao mesmo tempo que o critério 'possível chance de envolvimento no negócio' aparece com pequena importância relativa, a apenas duas posições do final da tabela, a pergunta comentada no item 4, "se os investidores anjo se envolviam na rotina operacional do negócio" teve 83,3% de resposta igual a 'sim'. A conclusão objetiva que se extrai deste ponto é que, embora se envolver no negócio não seja um critério priorizado na decisão de investimento, os

investidores uma vez que o fazem acabam se envolvendo. Comparando os resultados deste grupo com a pesquisa de Sudek (2006), o que chama a atenção é a diferença de importância que os investidores dão às proteções dadas aos produtos, sejam legais (patente) ou não (barreiras). O item 'proteção do produto em relação à concorrência' apresenta média 0,78 a mais e 14 posições acima na tabela de classificação, e o critério 'proteção formal (patente)' apresenta média 0,84 pontos acima e 10 posições acima na tabela. Somando-se isso aos desvios-padrão menores, é possível concluir que os investidores americanos claramente dão maior relevância às ideias/projetos que apresentem patente ou barreira de entrada aos demais concorrentes, do que os investidores brasileiros (tidos a partir desta amostra).

Analisando a tabela 1 é possível concluir que existe consenso sobre os critérios que figuram no topo da tabela, ratificando que aqueles ligados ao empreendedor são os mais importantes na escolha do investimento, tanto para os menos experientes como para os mais experientes. Contudo, existem algumas divergências de respostas entre os 3 grupos no meio da tabela, podendo destacar o critério 'potencial de receber co-investidores', o qual apresenta médias variando de 3,43 a 4,67 e classificação indo do quarto ao vigésimo lugar. Situação semelhante acontece com os critérios 'ter gostado do empreendedor em reunião', 'baixa necessidade por CAPEX inicial', 'possibilidade de manter as despesas em baixo patamar', 'tamanho do investimento', 'margens de lucro do negócio', 'potenciais rotas de saída', e 'possibilidade de atingir o equilíbrio financeiro sem novos aportes'. Esta análise demonstra que há divergência de médias e classificações, o que demonstra diferentes priorizações de critério para grupos com diferentes experiências, ou seja, em linha com Smith et al. (2010), que conclui em seu estudo haver mudanças de escolha com a experiência, por conta de um processo natural de aprendizado.

O objetivo desta análise de experiência, contudo, vai além e busca trazer correlações ou tendência que possam ser extraídas. Neste sentido, os critérios 'time de gestão', 'competição no segmento de mercado', 'potencial de receber co-investidor', 'potenciais rotas de saída' e 'proteção formal do produto (patente)', apresentam correlação positiva com a experiência, ou seja, a importância cresce à medida que também cresce a experiência do investidor em leitura extraída da média. De maneira inversa, os critérios 'potencial de crescimento do mercado' e 'seu conhecimento pessoal do negócio/indústria' demonstram perder importância na medida que os investidores se tornam mais experientes, ou seja, são critérios com correlação inversamente proporcional a experiência.

Segundo Sudek (2006), muitas literaturas de venture capital mostram que o time de gestão se classifica no topo das priorizações (neste estudo ficou em terceiro lugar e no estudo de Sudek – 2006 – em segundo), mas na literatura faltam detalhes de quais atributos deste time são importantes.

**Tabela 1**–Resultado dos critérios do time de gestão:

| Time de Gestão   | Estudo Atual  |       |               | Sudek (2006)  |       |               |
|--|---------------|-------|---------------|---------------|-------|---------------|
|  | Classificação | Média | Desvio Padrão | Classificação | Média | Desvio Padrão |
| Resiliência do time  | 1             | 4,72  | 0,461         | 2             | 4,42  | 0,707         |
| Paixão do time   | 2             | 4,44  | 0,511         | 1             | 4,71  | 0,568         |
| O quão complementar são as habilidades dos membros do time | 3             | 4,33  | 0,594         | 5             | 3,87  | 0,691         |
| Disposição do time para tutorar                            | 4             | 4,00  | 0,686         | 3             | 4,33  | 0,628         |
| Histórico de cada membro do time                           | 5             | 3,67  | 0,686         | 4             | 4,04  | 0,759         |
| Experiência dos conselheiros                               | 6             | 3,50  | 0,707         | 6             | 3,67  | 0,888         |
| Quanta experiência o time tem trabalhando junto            | 7             | 3,28  | 0,752         | 7             | 3,22  | 0,826         |

**Fonte:** elaborado pelo autor

O resultado (tabela 1) mostra que resiliência e paixão são os dois critérios mais importantes em ambos os estudos, sendo que na presente pesquisa eles ficaram com média 4,72 e 4,44 respectivamente. O estudo atual apresentou médias próximas e desvios-padrão baixos quando comparados aos desvios dos critérios gerais que foram acima mencionados, demonstrando maior consenso nas respostas dos investidores. Os critérios ‘experiência dos conselheiros’ e ‘quanta experiência o time tem trabalhando junto’ foram os dois últimos de ambas as pesquisas, demonstrando menor importância do que os demais critérios, tanto para o investidor participante do presente estudo quando para o investidor do estudo de Sudek (2006).

## 5. CONCLUSÕES:

O objetivo geral deste estudo foi identificar quais são os critérios de investimento priorizados pelos investidores anjo brasileiros em seus aportes de capital em startups. O resultado desta pesquisa enriquece o contexto acadêmico e administrativo nacional e

internacional, que gozam de poucas descobertas sobre este assunto, fato este bastante mencionado na literatura (Sudek, 2006).

Segundo Van Osnabrugge (1998), MacMillan et al., (1987) e Van Osnabrugge & Robinson (2000), a literatura sugere que os anjos consideram o empreendedor e o time de gestão os dois fatores mais relevantes na maioria dos investimentos feitos em startups. Confirmando estas afirmações e os resultados da maioria dos estudos listados na revisão teórica (BACHHER; GUILD, 1996; BOGLER; REUBER, 1992; LANDSTRÖM, 1998; MACMILLAN et al., 1985; SUDEK, 2006; VAN OSNABRUGGE, 2000), esta pesquisa concluiu que os critérios mais importantes de decisão de investimento em *startups*, para os anjos brasileiros, são o ‘empreendedor’ e seu ‘time de gestão’.

Dos seis critérios ligados ao empreendedor e time de gestão, quatro ocuparam exatamente as quatro primeiras posições, são eles: (1) confiabilidade/honestidade do empreendedor; (2) entusiasmo/comprometimento do empreendedor; (3) time de gestão; (4) expertise de domínio do empreendedor. Este resultado deixa evidente que, a despeito de critérios de mercado, financeiros ou do produto/serviço, o empreendedor e o time de gestão são os critérios mais importantes, os quais os investidores anjo levam em conta na hora de decidir pelos seus investimentos.

Esta pesquisa também analisou o fator ‘experiência’, tido pelo número de investimentos já realizados, ou seja, quanto mais investimentos já realizados, mais experiente sobre as prioridades dos critérios. O objetivo era avaliar possíveis discrepâncias de escolha, assim como possíveis correlações entre experiência e pontuação. Foram segregados 3 grupos de investidores, o de menor experiência com até 3 investimentos já realizados, o de experiência média, de 4 a 6 investimentos já realizados, e o mais experiente com mais de 7 investimentos já realizados. Foi possível concluir que existe consenso sobre os critérios que figuram no topo da tabela, ratificando que aqueles ligados ao empreendedor são os mais importantes na escolha do investimento, tanto para os menos experientes como para os mais experientes. Além de algumas divergências nos critérios figurados no meio da tabela, foi possível concluir também que alguns critérios tiveram correlação direta com a experiência, são eles: ‘time de gestão’, ‘competição no segmento de mercado’, ‘potencial de receber co-investidor’, ‘potenciais rotas de saída’ e ‘proteção formal do produto (patente)’, apresentam correlação positiva com a experiência, ou seja, tem importância crescente à medida que também cresce a experiência em leitura extraída da média. De maneira inversa,

os critérios ‘potencial de crescimento do mercado’ e ‘seu conhecimento pessoal do negócio/indústria’ demonstram perder importância na medida que os investidores se tornam mais experientes, ou seja, são critérios com correlação inversamente proporcional a experiência.

Esta pesquisa também estudou quais são os critérios priorizados em relação ao time de gestão. Numa lista de 7 critérios, ‘resiliência’ e ‘paixão’ foram os dois critérios mais bem classificados, ou seja, mais importantes e, portanto, priorizados pelos investidores anjo numa análise de investimento.

Os resultados trazem aos envolvidos neste mercado de investimentos informais uma foto mais organizada dos critérios de decisão priorizados pelos investidores anjo e dará, aos empreendedores que buscam capital de risco, uma visão de quais fatores são considerados importantes neste processo.

Uma limitação do estudo diz respeito ao tamanho da amostra. Por ser um estudo quantitativo, inicialmente objetivava-se uma amostra maior, como as utilizadas por MacMillan et al (1985) de 102 respondentes, ou até mesmo por Sudek (2006) de 72 respondentes. No entanto, apesar dos esforços empenhados, o Brasil ainda é um mercado mais incipiente dos que os Estados Unidos e por isso conta com menos associações e menos investidores, o que na prática se traduz em menor retorno absoluto. Uma amostra com 18 respondentes é, portanto, uma amostra relativamente pequena, o que demanda parcimônia na análise de alguns resultados, especialmente aqueles ligados à experiência, cujos grupos são ainda menores para necessidade de mútua comparação.

A partir dos resultados deste estudo sugere-se o desenvolvimento de outros que complementem sua análise e tragam novas pesquisas e visões sobre o mercado de investimento anjo. Recomendam-se estudos com amostras maiores e com maior diversidade de investidores para se atestarem os resultados obtidos. Não somente uma amostra maior que melhor represente a população, mas também mais diversa, considerando abordagens mais extensas em outras associações de anjo do Brasil aqui não testadas, assim como abordagens a investidores não pertencentes a nenhuma associação.

Também sugere-se aplicar segmentação de análise pelos segmentos da economia, como tecnologia, saúde etc, com o objetivo de entender se as decisões de investimento se mantêm, ou se adaptam, conforme o segmento.

**REFERÊNCIAS:**

BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. **Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors.** *Frontiers of Entrepreneurship Research*, p. 363–376, 1996.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto.** In: Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto. Artmed, 2010.

FREEAR, John; SOHL, Jeffrey E.; WETZEL, W. E. The informal venture capital market: milestones passed and the road ahead. *Entrepreneurship*, 47-70, 2000

GOLDMAN, Michael. **Valuation of startup and early-stage companies.** *A Professional Development Journal for the Consulting Disciplines*, p. 8–16, 2008.

HAAR, Nancy E.; STARR, Jennifer; MACMILLAN, Ian C. *Informal risk capital investors: investment patterns on the East Coast of the USA.* *Journal of Business Venturing*, v. 3, n. 1, p. 11-29, 1989.

HALL, John; HOFER, Charles W. **Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation.** *Journal of business venturing*, v. 8, n. 1, p. 25-42, 1993.

KHATIASHVILI, Lika; GVARAMIA, Eka; KAMKAMIDZE, Elene. **Computer model for small business development in Georgia.** In: *ECC'09 Proceedings of the 3rd International Conference on European Computing Conference*. 2009. p. 26-28.

LANDSTRÖM, Hans. **Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals.** *Technovation*, v. 18, n. 5, p. 321-333, 1998.

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

MACMILLAN, Ian C.; SIEGEL, Robin; NARASIMHA, PN Subba. **Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals.** *Journal of Business venturing*, v. 1, n. 1, p. 119-128, 1985.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. **Informal venture capital in the UK.** *Finance and the small firm*, p. 64-111, 1994.

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

MASON, Colin; STARK, Matthew. **What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels.** *International Small Business Journal*, v. 22, n. 3, p. 227-248, 2004.

MAULA, Markku; AUTIO, Erkki; ARENIUS, Pia. **What drives micro-angel investments?** *Small Business Economics*, v. 25, n. 5, p. 459-475, 2005.

RAMALHO, Caio; FURTADO, Claudio Vilar; LARA, Rodrigo. **A indústria de private equity e venture capital-2º censo brasileiro.** 2011.

RIDING, Allan L.; MADILL, Judith J.; HAINES JR, George H. **Investment decision making by business angels.** *Handbook of research on venture capital*, v. 1, p. 332, 2007.

RIDING, A. **Business angels and informal investors: on the size and structure of the informal market for risk capital.** *Ottawa: Telfer School of Management*, 2008.

ROBERTS, Edward Baer. **Initial capital for the new technological enterprise.** *IEEE Transactions on Engineering Management*, v. 37, n. 2, p. 81-94, 1990.

SOHL, Jeffrey E. **The early-stage equity market in the USA.** *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, v. 1, n. 2, p. 101-120, 1999.

SOHL, Jeffrey. **The angel investor market in 2004: The angel market sustains the modest recovery.** *Center for Venture Research*, v. 04, 2005.

SOHL, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2014: A market correction in deal size.** *Center for Venture Research*, v. 14, 2015.

SUDEK, Richard. **Angel investment criteria.** *Journal of Small Business Strategy*, v. 17, n. 2, p. 89-103, 2006.

SUDEK, Richard; MITTENESS, Cheryl R.; BAUCUS, Melissa S. **Betting on the horse or the jockey: the impact of expertise on angel investing.** In: *Academy of Management Proceedings. Academy of Management*, 2008. p. 1-6.

VAN OSNABRUGGE, Mark S. **The financing of entrepreneurial firms in the UK: a comparison of business angel and venture capitalist investment procedures.** 1998. Tese de Doutorado. University of Oxford.

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

VAN OSNABRUGGE, Mark; ROBINSON, Robert J. **Angel investing: matching startup funds with startup companies - the guide for entrepreneurs and individual investors.** John Wiley & Sons, 2000.

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

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

WETZEL, William E.; FREEAR, John. **Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the Venture Capital Network.** *Informal Venture Capital: evaluating the impact of business introduction services*, p. 61-74, 1996.

WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. **Angel finance: the other venture capital.** *Strategicchange*, v. 18, n. 7-8, p. 221 -230, 2009.