

Incentivando a Inovação: o que motiva Investidores Anjo a investirem em startups

Autoria

Fabio Gimenez Machado

FEA

Robson Paz Vieira

UMC

Resumo

Este estudo buscou analisar os critérios que motivam a decisão de Investidores Anjo brasileiros em investirem em startups. As startups, caracterizadas pela oferta de produtos ou serviços inovadores, com alta incerteza de sucesso, têm a necessidade de financiamento por capital externo para atingirem seu crescimento. Em razão das incertezas que cercam uma startup, são raros os financiamentos disponíveis por empresas financeiras. Como forma de suprir este financiamento, encontram-se os investidores anjo, que caracterizam-se por investirem seu próprio capital em startups, em troca de percentuais na gestão da empresa, daí a importância em entender-se o que motiva estes investidores a investirem em startups. A fim de cumprir os objetivos desta pesquisa, a metodologia foi estruturada na natureza descritiva com abordagem qualitativa. Foram realizadas entrevistas junto a Investidores Anjo, onde foram analisados os motivos dados pelos entrevistados à decisão de investimento em startups. Em razão de sua diversidade, as respostas foram qualificadas em dimensões, conforme o modelo apresentado por Maxwell et al. (2011). Dentre os resultados, destacaram-se motivações referentes a aspectos/dimensões ligadas ao Empreendedor e ao Produto, o que reforça os resultados encontrados por Feeney et al. (1999), de que os investidores são mais propensos a investir em oportunidades em que os atributos do empreendedor e do negócio são mais presentes. Observou-se que os motivos citados pelos investidores têm relação direta com os principais critérios de decisão de investimento levantados na literatura internacional.

TEMA 02 - EMPREENDEDORISMO, STARTUPS E INOVAÇÃO

INCENTIVANDO A INOVAÇÃO – O QUE MOTIVA INVESTIDORES ANJO A INVESTIREM EM STARTUP

Resumo

Este estudo buscou analisar os critérios que motivam a decisão de Investidores Anjo brasileiros em investirem em startups. As startups, caracterizadas pela oferta de produtos ou serviços inovadores, com alta incerteza de sucesso, têm a necessidade de financiamento por capital externo para atingirem seu crescimento. Em razão das incertezas que cercam uma startup, são raros os financiamentos disponíveis por empresas financeiras. Como forma de suprir este financiamento, encontram-se os investidores anjo, que caracterizam-se por investirem seu próprio capital em startups, em troca de percentuais na gestão da empresa, daí a importância em entender-se o que motiva estes investidores a investirem em startups. A fim de cumprir os objetivos desta pesquisa, a metodologia foi estruturada na natureza descritiva com abordagem qualitativa. Foram realizadas entrevistas junto a Investidores Anjo, onde foram analisados os motivos dados pelos entrevistados à decisão de investimento em startups. Em razão de sua diversidade, as respostas foram qualificadas em dimensões, conforme o modelo apresentado por Maxwell et al. (2011). Dentre os resultados, destacaram-se motivações referentes a aspectos/dimensões ligadas ao Empreendedor e ao Produto, o que reforça os resultados encontrados por Feeney et al. (1999), de que os investidores são mais propensos a investir em oportunidades em que os atributos do empreendedor e do negócio são mais presentes. Observou-se que os motivos citados pelos investidores têm relação direta com os principais critérios de decisão de investimento levantados na literatura internacional.

Palavras-chave: investidor; investidor anjo; startups; inovação.

This study aims at analyzing the criteria that motivate the Brazilian business angels' decision to invest in startups. Startups, characterized by the proposal to offer an innovative product or service with high uncertainty of success, have the need for foreign capital financing to help them grow. Given the uncertainties surrounding a startup company, seldom are there funds available from financial companies. In order to meet this gap, one can find business angels, characterized by investing their own capital in startups, asking, in return, a percentage in the company's management. In order to meet this research's objective, the methodology was structured in descriptive qualitative approach. Interviews were performed with business angels, where there was an analysis of the reasons given by them to the investment decision criteria in startups. Due to their diversity, the responses were qualified in dimensions, according to the model presented by Maxwell et al. (2011). Among the results, there were motivations related to aspects / dimensions related to Entrepreneur and Product, which reinforces that investors are more likely to invest in opportunities where the attributes of entrepreneur and business are more present.

Keywords: investor; business angel; startups.

1. Introdução

O mercado de investidores informais de capital de risco tem sido objeto de estudo nos Estados Unidos da América desde a década de 1980, por meio dos estudos de Wetzel (1983; 1987) e Haar et. al. (1988). Wetzel (1983) buscou entender as características deste tipo de investidor, colocando-o no rol de investidores necessários às empresas em fase inicial de trabalho. Já Haar et. al. (1988) buscaram identificar e entender o comportamento deste tipo de investidor, concluindo que estão diretamente ligados ao mercado de capital de risco, e que tinham, por norte, atuar informalmente e investir em pequenas empresas de base tecnológica.

A partir destes trabalhos o interesse pelo investidor informal de risco cresceu, a ponto de ter estudos publicados em diversos países ao redor do mundo, como Mason e Harrison (2002) e Van Osnabrugge (2000) no Reino Unido; Bacher e Guild (1996) no Canadá; Landström (1998) na Suécia; Stedler e Peters (2003) na Alemanha; e Sudek (2006) e Paul et al. (2007) nos EUA, dos quais destacam esta modalidade de investimento de risco. Estes trabalhos reconhecem este tipo de investidor independente como “Investidor Anjo”, ou seja, indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas (Feeney et al, 1999).

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

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

Neste sentido, ainda conforme Wetzel (1983), os IA acabam por cobrir um espaço de investimento a pequenos empreendedores, em estágio inicial do seu negócio, que não conseguem ter acesso a fundos maiores de capital de risco. Para Mason e Harrison (2002) outras características ainda cabem ser ressaltadas, como a caracterização de IA como indivíduos que, além de investirem seu próprio dinheiro em negócios ainda não listados, são reconhecidos como os principais investidores em empresas que estão em sua fase inicial do negócio; característica que é fundamentada por outros autores, como Feeney et al. (1999), que caracterizam IA como “fontes primárias de capital de risco para novas empresas”.

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

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

Para Bacher e Guild (1996) as startups têm se tornado uma estrutura essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo, inclusive, usadas como diferencial competitivo. Já Nakagawa (2008) relata que a presença de startups em um país gera, entre outros, maiores recolhimentos em impostos, empregos de mão-de-obra qualificada, e fortalecimento da competitividade, uma vez que propicia uma maior indústria em produtos envoltos em mais conhecimento aplicado, ao invés de produtos e serviços comoditizados.

A análise dos trabalhos de Bacher e Guild (1996) e Nakagawa (2008) sugere o entendimento da importância e do impacto das startups na economia de um país. Ocorre que, conforme relatam Feeney et al. (1999), este tipo de empresa normalmente, conta com pouco capital próprio inicial, e acaba por depender de fontes externas de recursos como garantia de crescimento.

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

É possível, então, identificar uma situação onde, por um lado, temos a importância das startups no cenário econômico global, destacadas por Nakagawa (2008), a dificuldade e a necessidade de captação de investimentos iniciais pelas startups, identificadas por Albero (2007), e por outro lado o papel dos IA no investimento inicial de capital de risco nestas empresas iniciantes. Desta situação surgiu a proposta do estudo, de entender o que motiva os IA decidem por investir em uma *startup*.

Desta maneira, esta pesquisa busca analisar os motivos que determinam a decisão de IA brasileiros em investirem em startups, bem como traçar uma relação entre os motivos de investimento e os critérios de decisão de investimento levantados na literatura internacional.

2. Base Teórica

2.1 Startups

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

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

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

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

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

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

É neste cenário de crescimento e inovação que encaixam-se as startups. Para Ries (2011) para “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, p. 24, 2011).

Em outra abordagem, o termo startup pode ser definido como “um grupo de pessoas que buscam um modelo de negócios inovador e escalável, de baixo custo, crescimento rápido e capaz de gerar receitas significativas em um curto intervalo de tempo” (GOMES et al., 2012, p. 422). Para Bacher e Guild (1996) startups são as “companhias que buscam comercializar uma tecnologia pela primeira vez, esperando, assim, derivar uma vantagem competitiva significativa por meio da tecnologia”. (BACHER; GUILD, 1996, p.364).

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

Nakagawa (2008) e Bacher e Guild (1996) relatam em seus estudos a importância da inovação para o mercado global, relacionando as empresas inovadoras (startups) ao crescimento econômico e à estrutura essencial dos sistemas econômicos. Para Bacher e Guild (1996) as startups têm se tornado uma estrutura essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo, inclusive, usadas como diferencial competitivo.

2.2 Startups e a necessidade de capital

Levantada a importância e o impacto das startups na economia e na competitividade das empresas (Nakagawa, 2008; Bacher e Guild, 1996), é importante figurar as dificuldades e impeditivos enfrentados por este tipo de empresa.

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

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

Nos resultados entre os fundadores de startups já descontinuadas, entre os fatores mais importantes para a descontinuidade de uma startup, foram apresentadas as seguintes respostas: falta de comprometimento em tempo integral dos fundadores exclusivamente para as startups; não alinhamento dos interesses pessoais e ou profissionais dos fundadores; e falta de capital de giro para investir no negócio.

A falta de capital de giro para investimento inicial e crescimento do negócio é citada por outros autores na literatura. Conforme relata Feeney et al. (1999), as startups, normalmente, contam com pouco capital próprio inicial, e acabam por depender de fontes externas de recursos como garantia de crescimento. Situação também relatada por Botelho et al. (2006), que, em pesquisa realizada junto a empreendedores que encerraram seus negócios, identificaram que a falta de capital para crescimento foi a principal causa da falência das empresas.

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

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

2.3 Investidor Anjo

It's [informal venture capital] not a new phenomenon, of course. Henry Ford's auto empire was launched thanks to five [business] angels who plunked down \$40.000 in 1903. (COLIN, 1989, p.32) ¹

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

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

Com o aumento do interesse pelo estudo do investidor informal de risco, estudos foram publicados em diversos países ao redor do mundo, como Mason e Harrison (2002) e Van Osnabrugge (2000) no Reino Unido; Bacher e Guild (1996) no Canadá; Landström (1998) na Suécia; Steedler & Peters (2003) na Alemanha; e Sudek (2006) e Paul et al. (2007) nos EUA. Por meio destes estudos, foi possível observar a variedade de abordagens e definições sobre IA, que são apresentadas pela figura 1.

Os autores referenciados na figura 1 citam a questão do investimento de risco, de novos negócios e da ausência de ligação familiar com o empreendedor, porém não tratam da inovação inerente às startups. Sendo assim, para os fins desta pesquisa, propõe-se a definição do termo “investidor anjo” a partir da definição de Machado (2015) que define o investidor anjo como “indivíduos que investem seu próprio dinheiro em novos e crescentes negócios, normalmente com potencial inovativo ligado à tecnologia, e com os quais não há conexão familiar”. (MACHADO, 2015, p. 47)

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

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

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

Referência	Definição de Investidor Anjo
Mason & Harrison (2002, p. 285)	“...os investidores anjos são uma população bastante heterogênea com diferentes níveis de familiaridade com as técnicas de investimento. Variam do empreendedor que ganha todo seu dinheiro com sua empresa até o inexperiente investidor virgem.”
Liu (2000, p. 2)	“Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa”

¹ Não é (o capital informal de risco) um novo fenômeno. O império automobilístico de Henry Ford foi construído graças a 5 IA que injetaram US\$40.000 em 1903. (COLIN, 1989, p.32)

Prowse (1998, p. 786)	“Um anjo é um provedor de capital de risco para pequenas empresas privadas. Por capital de risco entenda-se capital societário (ou semelhante). Esse provedor é rico e não um intermediário, como, por exemplo, uma pequena empresa de investimento ou um grupo de parceiros associados. Os anjos não são os empreendedores principais nem seus familiares.”
Bacher e Guild (1996, p. 4)	“Indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas”
Mason e Harrison (1995, p.153)	“Investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar.”
WETZEL (1983, p.23)	“Investidores que preenchem o que outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica; capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco.”
Feeney et al. (1999, p.121)	“indivíduos que investem seu próprio dinheiro diretamente em pequenos negócios de outras pessoas”

Figura I. Definições sobre Investidores Anjo na literatura.

Fonte: Machado (2015)

Exceto por poucas publicações realizadas, a maior parte das informações provém de associações de anjos ou revistas específicas do mercado financeiro ou de negócio, como demonstra Machado (2015) que, em pesquisa em algumas bases de dados nacionais, periódicos nacionais e bancos de teses e dissertações de algumas das principais universidades do Brasil, identificou apenas 2 estudos sobre IA.

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

2.4 Critérios de decisão de investimento de investidores anjo

Desde o trabalho seminal de Wetzel (1983), os primeiros estudos sobre IA apontavam para uma análise acerca das características e motivações para se financiar empresas em sua fase inicial (BACHER; GUILD, 1996). Para Bacher e Guild (1996), considerando que os IA são uma fonte inicial de capital de risco para empresas de base tecnológica, é importante entender os critérios por eles utilizados para avaliar estes tipos de empresas.

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

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

A referência de Landström (1998) pode complementar esta análise ao concluir que “ainda existem poucos estudos que que tenham se atentado a trazer ao

conhecimento as nuances em critérios de decisão de investidores informais, considerando este investimento como um processo onde os critérios de tomada de decisão podem variar ao longo do tempo” (Landström, 1998, p. 332).

Desta forma, estudos recentes sobre IA têm direcionado seu foco nos critérios de decisão deste tipo de investidor, ou seja, entender o que motiva os investidores a investirem em startups. Isto pode ser verificado pelos trabalhos de Mason e Harrison (1994; 1996), Haar et al. (1988), van Osnabrugge (2000), entre outros, que desenvolveram seus estudos examinando os critérios de investimento utilizados por IA.

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

Maxwell et al. (2011), em seu estudo sobre tomada de decisão de IA no *early stage*, no Canadá, fizeram um levantamento dos critérios de decisão abordados na literatura. Foram identificados um total de 28 critérios, divididos em cinco dimensões específicas: produto, mercado, empreendedor, finanças e investimento. Já Landström (1998) relata que inúmeros critérios podem ser encontrados na literatura, porém grande parte pode levar outro nome e estar diretamente relacionado a algum critério aqui já citado.

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

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

Sendo assim, considerando-se que IA são conhecidos por serem a principal fonte de capital para empresas de base tecnológica em seus estágios iniciais, é importante entender o que os motiva a investir nestas empresas e, ainda, entender como a motivação está relacionada aos critérios utilizados para avaliar e investir nesses tipos de empresas.

3. Métodos e Procedimentos

Este estudo teve o objetivo de analisar o que motiva os IA brasileiros em investirem em startups, comparando-os aos critérios de decisão de investimento em startups levantados na literatura. Trata-se de uma pesquisa de abordagem qualitativa e de natureza descritiva. Por meio da análise qualitativa, se identificou a necessidade de utilizar um instrumento de análise claro, coeso e fundamentado na literatura internacional como relevante para os fenômenos investigados aqui, aplicando-se o referencial teórico de Bardin (1977) para análise de conteúdo como sendo.

Na primeira etapa desta pesquisa, como forma de investigação e fonte de informações, buscou-se alimentar-se em: informações, referenciais teóricos, dados, em sites, revistas e artigos científicos, teses e dissertações e livros, bem como relato de especialistas, fundamentando e ampliando o conhecimento nesta pesquisa. A partir da primeira etapa foi elaborado um roteiro de entrevista, com perguntas abertas e semiestruturadas. Para a elaboração do roteiro de entrevista, contou-se com a análise dos principais teóricos acerca de critérios de investimento em startups, em nível internacional, pelo fato também da pouca produção científica brasileira no tema.

Além da análise dos principais teóricos sobre os critérios de decisão de investimento em startups, serviu com base para este trabalho o estudo de Maxwell et al. (2011), onde são identificados, apresentados os principais critérios de decisão de investimento em startups. Os critérios relacionados por Maxwell et al. (2011) foram identificados em mais de um artigo, o que possibilitou identificar os critérios mais citados. Desta forma, foram elencados 17 critérios de decisão de investimento como os mais citados nos artigos estudados, apresentados neste trabalho pela figura II.

Dimensão	Crítérios	Entendimento
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesses e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado. (Feeney et al., 1999)
	Proteção de Patente	Possibilidade de proteção de patente para o negócio (Bacher e Guild (1996).
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade (Bacher e Guild, 1996)
Mercado	Tamanho do mercado	O tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou nicho (Bacher e Guild-1996; Mason e Harrison, 2003)
	Potencial de crescimento do mercado	Potencial atrativo de crescimento do mercado (Bacher e Guild, 1996)
	Dinâmica do mercado	Fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado. (Bacher e Guild, 1996).
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	Conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento (Feeney et al-1999; Paul et al. 2007; Mason e Harisson, 2003; Bacher e Guild -1996)
	Histórico do empreendedor	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança (Landström, 1998)
	Paixão e comprometiment o do empreendedor	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso. (Sudek, 2006)
	Integridade e confiança no empreendedor	Honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável (Bacher e Gulid, 1996; Feeney et al., 1999)
Financeiro	Rentabilidade real	Informações de rentabilidade reais e projetadas (Mason e Harrison, 2003)
	Boa apresentação do Plano de Negócios	Um bom Plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor. (Mason e Harrison (2003), Feeney et al. (1999)).
	ROI/Valorização	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída (Sudek (2006), Steedler e Peters (2003), Feeney et al. (1999)).
	Liquidez do negócio	A possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	Possibilidades e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos.

	Abertura a ajustes no negócio	IA buscam empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias (Paul et al. (2007).
	Papel do investidor no negócio	Abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir (Landström, 1998; Feeney et al., 1999).

Figura II. Critérios de decisão de investimento que mais aparecem na literatura internacional
Fonte: Machado (2015).

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

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

A amostragem da coleta de dados se deu por conveniência. A população deste estudo abrange IA que atuam no Brasil, e se utilizam de critérios de decisão de investimento para definir em investir ou não em uma empresa startup. Foram solicitados via telefone e e-mail a participação para 12 entrevistados, onde ao final da pesquisa se alcançou 5 entrevistados. As entrevistas foram realizadas de forma presencial.

Para a efetivação da análise qualitativa dos resultados, foi necessária a utilização de uma forma clara, coesa e fundamentada na literatura como relevante para as informações coletadas. Pela natureza não probabilística desta pesquisa, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo de Bardin (1977), quando foram selecionadas e transcritas todas as entrevistas realizadas, a relação dos critérios de decisão de investimentos levantados na literatura e sua definição, bem como o referencial teórico estudado previamente.

Para análise das entrevistas, foi realizada uma leitura flutuante, como forma de se entender o texto e de possibilitar as primeiras impressões. A partir das impressões, foi possível seguir para a etapa de exploração do material, quando foi realizada a codificação das entrevistas. Como unidade de registro foi seguida a temática, ou seja, a utilização de recortes estruturados dos textos, como frases, frases compostas, resumos ou frases condensadas.

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

4. Resultados e Discussão

4.1 Importância dos critérios de decisão de investimento

A fim de entender sobre o processo de decisão de investimento em startups, os IA foram questionados acerca dos motivos que os levaram a injetar seu capital em uma startup. As respostas foram dadas à seguinte questão: “Quais foram os motivos que o levaram a investir em uma startup?”.

As respostas foram sintetizadas conforme já detalhado nos procedimentos metodológicos, dos quais resultaram as unidades de registro conforme demonstra a figura III.

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

Figura III - Motivos que levaram os investidores anjo a investir em startups

Fonte: Machado (2015).

A análise das respostas acerca dos motivos pela qual os IA têm para investirem em startups, demonstradas na figura III, apresenta variedade em relação a seus conceitos. Ainda que haja esta variedade e, conseqüentemente, uma dificuldade de definição e alocação destes em conceitos teóricos, é possível identificar que esta variedade pode estar relacionada às cinco dimensões de critérios de decisão de investimento propostas por Maxwell et al. (2011): Produto, Mercado, Empreendedor, Financeiro e Investimento.

A fim de facilitar a visualização da relação existente entre as respostas dos entrevistados e as dimensões e os critérios de decisão de investimento levantadas na literatura, Machado (2015) elaborou uma correlação entre os motivos e as dimensões de Maxwell et al.(2011), aqui representada pela figura IV.

Dimensões	Crítérios	Motivos citados pelos entrevistados
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	"modelo de negócio"
	Inovação e qualidade do produto/serviço	"A questão da ideia e do <i>"timing"</i> da ideia são pontos importantes"
Mercado	Potencial de crescimento do mercado	"potencial de crescimento" ² , "escalabilidade"
Empreendedor	Experiência do empreendedor no ramo de negócio	"time completo"; "confiabilidade na pessoa técnica"
	Integridade e confiança no empreendedor	"tem a questão de quem está tocando, então não só a sinergia e a cumplicidade dentro do time é importante, mas também a química com quem tá investindo"
Financeiro	Rentabilidade real	"investir em negócios já validados que tenham dado resultado, um resultado inicial"; "por fim eu vejo o estágio do negócio"
Investimento	Papel do investidor no negócio	"o investidor entrar muito mais numa visão de administrador do que propriamente de ser um suporte técnico"

Figura IV – Relação entre motivos de investimento citados pelos entrevistados e critérios levantados na literatura

Fonte: Machado (2015)

Verifica-se, com base na figura IV, que todas as respostas dos IA entrevistados estão presentes nas dimensões propostas por Maxwell et al. (2011). Ainda que nem todos os critérios apareçam, observa-se que as dimensões de Empreendedor e de Produto destacam-se, o que reforça os resultados encontrados por Feeney et al. (1999), de que os investidores são mais propensos a investir em oportunidades em que os atributos do empreendedor e do negócio são mais presentes.

²O potencial de crescimento foi citado por dois entrevistados.

Antes de analisar os motivos levantados por cada investidor, apresenta-se a figura V, que demonstra a relação dos motivos citados por cada um dos entrevistados com cada uma das dimensões levantadas por Maxwell et al. (2011). Com base na figura V, pode-se observar que o investidor 1 não cita motivos relacionados às dimensões Financeira e Investidor. Sua ênfase recai sobre aspectos relacionados ao empreendedor, ao mercado e ao produto em si. A análise da resposta do investidor 1 propõe que não apenas o empreendedor é importante no negócio, mas também, nas palavras do investidor 1, “ter um time, para mim, faz a diferença”.

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

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

Já para o investidor 3, é importante que exista avaliação do negócio antes do investimento. Este investidor atua também auxiliando startups na modelagem do negócio, até o momento em que estejam aptas a buscar recursos no mercado. Sua atuação, desta forma, pode propor a razão pela qual valoriza a validação do negócio.

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

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

Figura V – Relação dos motivos de investimento com as dimensões dos critérios de decisão de investimento levantados na literatura

Fonte: Machado (2015).

5. Conclusão

O objetivo geral deste estudo foi analisar o que motiva a decisão de IA brasileiros em investirem em startups. Ainda que as respostas tenham apresentado maior tendência a motivações relacionadas a aspectos do Empreendedor e do Produto,

observou-se uma diversidade nos motivos citados pelos entrevistados. A comparação das respostas com a dimensões de critérios de decisão de investimento, levantadas por Maxwell et al.(2011), propicia identificar que, por mais diferentes que sejam as razões pela qual os IA brasileiros optam por investir em uma startup, estas se assemelham aos critérios de decisão de investimento em startups identificados na literatura internacional.

Este achado sugere que não há um motivo específico que garanta o investimento, o que pode ser reforçado por Landström (1998), para quem “geralmente, apenas alguns critérios são utilizados, e isso depende do perfil, do tipo de investimento e, ainda, de fatores pessoais do investidor”. (LANDSTRÖM, 1998, p.322)

Outro objetivo deste trabalho foi analisar se as motivações identificadas pelos IA brasileiros correspondem à prática adotada na realidade internacional. O fato das motivações citadas pelos IA brasileiros serem identificados em todas as dimensões apresentadas por Maxwell et al.(2011) demonstrou que estas motivações correspondem às práticas internacionais.

Desta forma, foi possível identificar que os motivos de investimento identificados em estudos internacionais são considerados importantes pelos IA brasileiros e, assim, correspondem à prática adotada na realidade brasileira.

6. Referências

- ALBERO, André Luiz Pacheco. Empreendedorismo, fator vital na sobrevivência das pequenas empresas. FATEC, 2007.
- BACHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1996, pp. 363–376, Babson College, Wellesley, MA.
- BARDIN, Lawrence. Análise de Conteúdo. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BOTELHO, Antonio José Junqueira; DIDIER, Daniela.; RODRIGUEZ, Martius Vicente Rodriguez. Impulsionando o Take-off da Inovação no Brasil: O Investidor Anjo. Enanpad – Encontro , 30º encontro da ANPAD, Salvador/BA – 23 a 27 de Setembro, 2006.
- BRITO, Eliane Pereira Zamith; BRITO, Luiz Artur Ledur; MORGANTI, Fábio. Inovação e seu efeito no desempenho das empresas: lucro ou crescimento?. *Anais do EnANPAD*, Brasília, DF, Brasil, 29, 2005.
- COLIN, B. Adventure Capital. Inc. Setembro de 1989, p. 32-48
- FEENEY, Lisa; HAINES, George; RIDING, Allan. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1 (2), 1999, p.121–145.
- FREEMAN, C. (1982). *The Economics of Industrial Innovation*. Londres/Inglaterra: Frances Printer.
- FUNDAÇÃO DOM CABRAL – FDC. Causas da mortalidade de startups brasileiras: o que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado? 2012.
- GOMES, Daniel Teodoro; MUNIZ, Reynaldo Maia; DIAS, Alexandre Teixeira; GONÇALVES, Carlos Alberto – Apresentação de um projeto de estratégia em uma empresa inovadora. *Rev. Adm. UFSM*, Santa Maria, v. 5, n. 3, p. 413-438, SET./DEZ. 2012.
- HAAR, Nancy E., STARR, Jennifer, MACMILLAN, Ian C. Informal risk capital investors: investment patterns on the east coast of the USA. *Journal of Business Venturing* 3, 1988, p. 11–29.
- HAINES, George H.; MADILL, Judith J.; RIDING, Allan L. Informal investment in Canada: financing small business growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 16 (3/4), 2003, p.13–40.
- LANDSTRÖM, Hans. Informal investors as entrepreneurs. *Technovation* 18 (5), 1998, p.321–333.

- _____. *Pioneers in entrepreneurship and Small Business Research*. Ed. Springer, Suécia. 2007. Edição digital em www.springer.com/series/6149.
- LIU, Yan. 2000. *An Overview of Angel Investors in Canada*. MFA, University of Texas.
- MACHADO, Fábio G. *Investidor Anjo – uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups*. (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2015.
- MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. *The Informal Venture Capital Market in the UK*, in: A. Hughes and D. J. Storey (eds) *Financing Small Firms*, 1994, pp. 64–111. London: Routledge.
- _____. *Closing the regional equity capital gap: the role of informal venture capital*. *Small Business Economics* 7, 1995, p.153–172.
- _____. *Why business angels' say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor*. *International Small Business Journal* 14 (2), 1996, p.35–51.
- _____. *Barriers to investment in the informal venture capital sector*. *Entrepreneurship and Regional Development* 14, 2002, 271–287.
- _____. *Auditioning for money: what do technology investors look for at the initial screening stage?* *Journal of Private Equity* 6 (2), 2003, p.29–42.
- MASON, Colin.; STARK, Matthew. *What do investors look for in a business plan?* *International Small Business Journal* 22 (3), 2004, p.227–248.
- MAXWELL, Andrew L.; JEFFREY, Scott A.; & LÉVESQUE, Moren. *Business angel early stage decision making*. *Journal of Business Venturing*, 26, 2011, p.212–225.
- MOTOHASHI, Kazuyuki. *Innovation strategy and business performance of Japanese manufacturing firms*. *Economics of Innovation and New Technology*, v. 7, n. 1, p. 27-52, September 1998.
- NAKAGAWA, Marcelo Hiroshi. *Empresa inovadora de base tecnológica: um modelo de desenvolvimento para o contexto brasileiro*. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Engenharia) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2008.
- PAUL, Stuart; WHITTAM, George; WYPER, Janette. *Towards a model of the business angel investment process*. *Venture Capital—an International Journal of Entrepreneurial Finance* 9 (2), 2007, p.107–125.
- PORTER, Michael E. *Competição: estratégias competitivas essenciais*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- PROWSE, Stephen. *Angel investors and the market for angel investments*. *Journal of Banking and Finance*: v.22, p. 785-792, 1998.
- RIDING, Allan, MADDILL, Judith, HAINES, George. *Investment decision making by business angels*. In: Landström, H. (Ed.), *Handbook of Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2007, pp. 332–346.
- RIES, Eric. *The Lean Startup How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. Crown Publishing, Newyork (2011).
- ROBERTS, Edward B. *Initial Capital for the New Technological Enterprise* *IEEE Transactions on Engineering Management*, 1990, 37:2, pp 81-94.
- SCHEIN, Edgar. *Organizational Culture and Leadership*. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1985.
- SCHUMPETER, Joseph A. *Capitalismo, socialismo e democracia*. Rio: Zahar. 1984.
- _____. *Science and ideology*. *American Economic Review*, v. 39, p. 345-359, Mar. 1949. (Em I: p. 129-144, Feb. 1981).
- _____. *O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico*. In *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro: Nova Cultural, 1985

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. Causa Mortis: o sucesso e o fracasso das empresas nos primeiros cinco anos de vida. 2013.

STEDLER, Heinrich; PETERS, Hans Heintich. Business angels in Germany: an empirical study. *Venture Capital* 5 (3), 2003, p.269–276.

SUDEK, Richard. Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy* 17 (2), 2006, 89–103.

UTTERBACK, James M. *Mastering the Dynamics of Innovation*. Harvard Business School Press: Boston. 1994.

VAN OSNABRUGGE, Mark. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance* 2 (2), 2000, p.91–109.

WETZEL, William E. Angels and Informal Risk Capital. *Sloan Management Review*, 24 (4), 23-24, 1983.

_____. The informal venture capital market: aspects of scale and market efficiency. In *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, 1987.

WETZEL, William; FREEAR, J. (1996). Promoting Informal Venture Capital In The United States: Reflections On The History Of The Venture Capital Network. In *Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*, R. T. Harrison and C. M. Mason (Eds), pp. 61–74. Prentice Hall, Hemel Hempstead.