

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISA EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

ALESSANDRO DO PRADO MARIN

FATORES QUE EXPLICAM O INVESTIMENTO ANJO EM *STARTUPS*

**VITÓRIA
2018**

ALESSANDRO DO PRADO MARIN

FATORES QUE EXPLICAM O INVESTIMENTO ANJO EM *STARTUPS*

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis - Nível Profissionalizante.

Orientadora: Prof^a. Dr. Arilda Teixeira

**VITÓRIA
2018**

ALESSANDRO DO PRADO MARIN

FATORES QUE EXPLICAM O INVESTIMENTO ANJO EM *STARTUPS*

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada 14 de agosto de 2018

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof^a. Dr^a. MARCIA JULIANA D'ANDELO

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr. SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Dedico aos meus filhos Christopher e Moisés, e aos meus pais, Adão e Silva que me incentivaram e fizeram parte da concretização desse sonho.

AGRADECIMENTOS

Tudo o que sou, tudo o que tenho, tudo o que faço, recebo das mãos do meu amado Senhor. Todo louvor, honra e glória, sejam dados ao nome que está acima de todos os nomes, Jesus Cristo, meu Salvador e de todo aquele que o invocar.

Aos meus filhos, Christopher e Moisés, pelo companheirismo, pois sempre serão a minha inspiração.

Aos meus pais, Adão e Silva, e ao meu irmão Fabiano que além do incentivo me ajudaram cuidando das crianças e em orações, durante as viagens à Brasília e Vitória.

Aos colegas do mestrado, em especial, Daniel, Andréia e Patrícia, pelo carinho com minha família nesta jornada. Palavras são insuficientes para agradecer o carinho, cuidado e paciência que sempre demonstraram. Essa amizade forjada nas alegrias e dificuldades se manterá forte para sempre, tenho certeza.

Às minhas orientadoras, Prof^a. Dra. Sylvania Nossa e Prof^a. Dr. Arilda Teixeira, pelo profissionalismo, dedicação, pelos incentivos e principalmente por ter, desde o primeiro contato, acreditado na importância desse estudo.

Aos professores pelo privilégio de desfrutar dos ensinamentos, orientações e troca de experiências. Ilustres mestres, que sempre me acompanharão.

Ao Prof. Dr. Valcemiro que não me deixou desistir nos momentos mais difíceis do processo da pesquisa, onde pude conhecer sua trajetória de vida e de sucesso, que se identifica muito com minhas experiências particulares de vida.

Aos funcionários da FUCAPE pela forma sempre cordata e colaborativa com que fui atendido, especialmente a Kênia que cordialmente sempre buscou me orientar e conduzir ao objetivo. Não poderia esquecer do pessoal da biblioteca e da tecnologia e sempre estiveram a disposição para contribuir para o sucesso dessa pesquisa.

“Quanto melhor é adquirir a sabedoria do que o ouro! E mais excelente, adquirir a prudência do que a prata!”

(Provérbios 16:16)

RESUMO

Este estudo teve o objetivo de identificar os fatores que explicam o investimento anjo em *startups*. A base de dados estudada foi obtida através da aplicação de questionários; e os resultados foram estimados por meio de regressões multivariadas binárias logísticas. Os resultados sugerem que os principais fatores que explicam decisão dos investidores anjo de investir em *startups* são, fundo de investimentos, proximidade geográfica dos investidores anjo e uma equipe capaz de solucionar problemas dos clientes, vender e executar todas as tarefas do negócio. Esses elementos são considerados pelos investidores como redutores de risco do fracasso do negócio iniciante.

Palavras-chave: *Startup*; Investidor Anjo; Empreendedorismo.

ABSTRACT

This study aimed to identify the factors that explain the angel investment in Startups. The database was obtained through the application of questionnaires; and the results were estimated using logistic binary multivariate regressions. The results suggest that the key factors that explain angel investors' decision to invest in startups are, investment fund, geographical proximity of angel investors and a team able to solve customer problems, sell and perform all business tasks. These elements are considered by the investors as risk reducers of the failure of the beginning business.

Keywords: Startup; Angel Investor; Entrepreneurship.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: As diferenças entre incubadoras e aceleradoras	28
Quadro 2: As diferenças entre investidores anjo e aceleradoras	29
Quadro 3: Capital de risco institucional em comparação com os fundos de Investimentos de anjos.....	35
Quadro 4: Definições dos atores no mercado de capital de risco	35
Quadro 5: Estágios do investimento.....	36
Quadro 6: Fatores que explicam a decisão de investir na literatura.....	36
Quadro 7: Grupo de fatores que envolvem o empreendedorismo.....	42
Quadro 8: Grupo de fatores que envolvem critérios de investidores anjo	43
Quadro 9: Variáveis explicadas dos investidores e suas descrições	52
Quadro 10: Variáveis explicativas dos investidores e suas descrições.....	52
Quadro 11: Variáveis explicadas dos empreendedores e suas descrições	53
Quadro 12: Variáveis explicativas dos empreendedores e suas descrições	53

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	11
1 INTRODUÇÃO.....	11
Capítulo 2.....	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 EMPREENDEDORISMO, GESTÃO E INOVAÇÃO.....	16
2.2 CONCEITO DE <i>STARTUP</i>	21
2.3 INVESTIDOR ANJO.....	26
2.4 FATORES QUE EXPLICAM DECISÃO DE INVESTIMENTO.....	31
2.4.1 Plano de negócio e o modelo de negócio	32
2.4.2 Formação da equipe	34
2.4.3 Sindicalização e indicação de um amigo investidor.....	35
2.4.4 Distância geográfica.....	36
2.5 HIPÓTESES.....	37
Capítulo 3.....	40
3 METODOLOGIA.....	40
3.1 DESCRIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA.....	40
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA APLICADA AOS INVESTIDORES	47
3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA APLICADA AOS EMPREENDEDORES.....	48
3.4 MODELO.....	48
3.4.1 Modelo de regressão: decisão do investidor anjo.....	49
3.4.2 Modelo de regressão: decisão do empreendedor	49
3.5 COLETA DE DADOS	49
Capítulo 4.....	52
4 RESULTADOS.....	52
4.1 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	52
4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO: INVESTIDORES ANJO	52
4.2.1 Procedimento para análise	52
4.2.2 Resultado da regressão	52
4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO: EMPREENDEDORES	54
4.3.1 Procedimento para análise	54
4.3.2 Resultados da regressão	54
4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	56
Capítulo 5.....	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	60
REFERÊNCIAS.....	62
APÊNDICE A: PESQUISA APLICADA AOS INVESTIDORES.....	70
APÊNDICE B: PESQUISA APLICADA AOS EMPREENDEDORES.....	75
APÊNDICE C: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 1.....	79
APÊNDICE D: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 2.....	83
APÊNDICE E: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 3.....	87

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Na década de 1990 surgiram as primeiras *startups* de base tecnológica, no Vale do Silício, na região da Califórnia, nos Estados Unidos. O período compreendido entre 1996 e 2001, também conhecido como “bolha da *internet*” foi quando nasceram as gigantes globais de T.I. como: Google, Apple Inc., Microsoft, entre outras (TANEV, 2017).

No Brasil foram criadas iniciativas públicas e privadas que visavam ampliar o ecossistema das *startups* no país, com programas de aceleração do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI), e de aceleradoras privadas destinadas a impulsionarem a economia do setor da tecnologia (ANPROTEC, 2017).

FELD (2012) apresenta o conceito de ecossistema de *startups* como uma comunidade de empreendedores composta por diferentes agentes de colaboração, networking e eventos, mão de obra qualificada e capacitação, ciclos de investimentos e participação governamental, com a finalidade de reter empreendedores talentosos em um ambiente propício para o desenvolvimento de inovação com base tecnológica.

Ries (2011) define *startup* como uma organização enxuta, temporária, nascente ou iniciante, em busca de um modelo de negócio repetitivo e escalável, com altas taxas de retorno, que buscam soluções para os problemas que impactam a vida das pessoas. Já Hermanson (2011) afirma que *startup* são empresas, constituídas ou não, que se iniciam através de pesquisa e desenvolvimento de novas ideias.

Paternoster *et al.* (2014) defendem que com o advento das *startups* o uso dos dispositivos eletrônicos e da *internet* cada vez mais acessíveis, estamos vivendo a “bolha das *Startups*”, devido ao grande número de novas empresas de tecnologia presentes no mercado.

Ries (2011) afirma que é possível distinguir dois tipos de investidores: os que conseguem tracionar os seus produtos, atrair milhares de usuários e escalar as suas empresas, e os que se arriscam com altas aplicações financeiras, acreditando em taxas de crescimento, superiores às do mercado tradicional criando fundos de investimentos privados e sindicalizações com recursos próprios, a fim de diminuir o risco do investimento realizado (CASSAR, 2004; WONG, 2009).

Estudo da Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos de tecnologias Avançadas (ANPRONTEC, 2017) em parceria com Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2017), aponta que o Brasil tem 369 incubadoras, que abrigam 2.310 empresas, que geram aproximadamente 53.280 postos de trabalho, com faturamento de R\$ 15 bilhões. No Brasil, uma em cada quatro startups fecha com menos de um ano de funcionamento, segundo informações da Fundação Dom Cabral, e antes de quatro anos mais de 50% deixam de funcionar e dentro de um ciclo de dez anos 75% das startups já fecharam (ARRUDA, 2013).

Por outro lado, é necessário considerar também outros exemplos, como sugeriu Marmer *et al.* (2011), cuja pesquisa com 3.200 *startups* verificou que, em 3 anos, cerca de 92% das *startups* faliram. Blank e Dorf (2012) afirmam que 90% de novos produtos irão falhar. E Graham (2012) estima uma taxa de fracasso de 90%.

Foi esse cenário previsto pela literatura que motivou esta pesquisa que teve por objetivo identificar os fatores que explicam o investimento anjo em *startups*.

Desde a década de 1980 a literatura internacional tem investigado a respeito de investimento anjo em *startups* com os estudos precursores de Wetzel (1983) e Haar, (1988). A relevância de um estudo sobre investimento anjo em *startups* está nas possibilidades de acrescentar informações sobre esse ecossistema no Brasil iniciados nos estudos de Arruda (2013), Aguilhar (2014), Abreu (2016), Faria (2017).

A justificativa para se tratar desta questão nesta dissertação é a de dar continuidade aos estudos iniciados com Wetzel (1983) e Haar, (1988), e com isso ampliar informações para os novos empreendedores das empresas nascentes no Brasil. A relevância desta iniciativa é que um melhor entendimento a respeito dos fatores que explicam o investimento anjo em *startups*, poderão diminuir os altos índices de rejeições nos processos de captação de recursos para o crescimento da empresa, e aumentar as chances de atrair investidores interessados em seu modelo de negócio (HAAR, 1988).

O objetivo desse estudo é identificar os fatores que explicam o investimento anjo em *startups*.

A literatura já formulou os princípios do empreendedorismo, gestão e inovação (SCHUMPETER, 1934, MCCLELLAND, 1961; LUCKERSON, 1985; HOLCOMBE, 1998; KAPLAN, 1998; DORNELAS, 2005; ACS, 2006; ALDRICH, 1999; DELMAR, 2004; AUDRETESCH, 2006; CHOREV, 2006; NONAKA; TAKEUCHI, 1996); os princípios do ecossistema das *startups* (CHRISTENSEN, 2001; RIES, 2011; BLANK; DORF, 2012; COHEN, 2013; PETERKOVÁ, 2015; ABREU, 2016); os conceitos para diferentes tipos de investidores e investimentos (CASSAR, 2004; WONG, 2009; DEGENNARO, 2010; SCHÄFER, 2008); os princípios para análise de investimentos de curto e de longo prazo (HARRISON,

2010); os princípios para se identificar os fatores críticos para o desenvolvimento de *startups*, e os critérios para escolha de modelos de investimentos tradicionais ou informais - (WETZEL, 1983; HAAR, 1988; HARRISON, 2010; WONG, 2009; DEGENNARO, 2010; SCHÄFER, 2008; DING, 2014).

Esta pesquisa contribuiu com a literatura com uma base de informações empíricas - dados estatísticos - ainda não estudadas no Brasil, por apresentar a evolução do comportamento dos investidores para negócios em base tecnológica, e colaborou para uma reflexão quanto aos fatores que explicam a motivação pela continuidade de investimentos em pequenos negócios iniciantes; especialmente em países emergentes, com poucas iniciativas governamentais e fortes instabilidades políticas. Com os dados quantitativos e qualitativos da pesquisa foi possível apontar o nível de exigência do investidor anjo, quanto aos critérios de decisão para investir e o motivo que os leva a investir em negócios de extrema incerteza.

Esta pesquisa absorveu uma lacuna existente nas pesquisas realizadas no Brasil, visto que os estudos têm se concentrado em bases conceituais e sobre o panorama do ecossistema das *startups* no Brasil, bem como seu funcionamento nas mais variadas regiões do país. Este estudo, trouxe uma pesquisa empírica para também contribuir com a literatura brasileira, na identificação dos fatores que possam explicar o investimento anjo em empresas iniciantes, com apresentação de uma análise quantitativa e qualitativa dos resultados, baseados em dados coletados em eventos específicos para *startups* e investidores.

Os resultados da estatística descritiva demonstraram que os investidores potenciais estão na faixa etária de 26 a 33 anos. 57% já investiram em *Startups*, e preferem investir em ramos de atividades que possuem experiência.

Os resultados da pesquisa sugerem que os investidores mais jovens investem e correm mais riscos do que os investidores veteranos. Além disso, aqueles que estão iniciando nesse tipo de investimento, costumam aconselhar-se e oferecer consultorias. Os fatores estatisticamente significantes para explicar a decisão de investir foram a distância geográfica da *startup*, investimentos em fundos e uma boa equipe que saiba gerir.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 EMPREENDEDORISMO, GESTÃO E INOVAÇÃO

O empreendedorismo é uma palavra de origem francesa de acordo com McCall (2000), cuja premissa de seu significado é executar um determinado trabalho para terceiros e pode ser utilizada como “Entrepreneur” expressão em francês que descreve alguém que cria uma visão de negócio. Neste contexto, os dados do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM, 2016) destaca que 41,3% da população brasileira possui mentalidade empreendedora e conhece alguém que iniciou um novo negócio nos últimos dois anos. Porém, se compararmos os dados dos países no período entre 2015 e 2016, o Brasil sofreu uma queda significativa de 51,7% para 41,3%, fato que pode ser indício de idiosincrasia de um resultado da situação macroeconômica brasileira, no caso específico do impeachment presidencial e no déficit fiscal agudo, com relação ao mundo.

Autores como Schumpeter (1934), McClelland (1961), Luckerson (1985), Holcombe (1998), Acs (2006) defendem que o empreendedorismo é o principal mecanismo para o crescimento da economia e devido as ações inovadoras dos empreendedores o sistema econômico evolui e se renova. Dornelas (2005) afirma que empreendedorismo é a transformação de idéias em oportunidades, que associadas a pessoas e processos geram negócios de sucesso, enquanto Dolabela (2008) enfatiza que o empreendedorismo praticado pelos jovens são mais emocional do que racional. Diante do exposto, os dados do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM, 2016) relatam que os jovens se destacam no empreendedorismo inicial no Brasil na faixa dos 25 a 34 anos com 30,3%, seguida

pela faixa dos 35 a 44 anos com 22,9% e o empreendedor brasileiro é otimista, e mesmo vivendo seu ápice de crise, 40,2% da população consegue perceber para os próximos seis meses, boas oportunidades para se começar um novo negócio nas proximidades onde vivem. Apenas os Estados Unidos, com 57,3% e a Índia, com 44,3%, possuem um percentual da população maior prevendo oportunidades de bons negócios para o curto prazo.

Kaplan (1998) evidencia o empreendedorismo inovador associado ao pequeno empresário impulsionando cada vez mais, a economia, com a identificação de necessidades do mercado. Reed e Storrud-Barnes (2010) e Sarasvathy et al. (1998) afirmam que empreendedores são aqueles que percebem oportunidades onde outros tendem a ver riscos em meio a adversidades. Um exemplo desta afirmação estão nos dados do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM, 2016) que demonstram um crescimento de sete pontos percentuais entre 2015 (50,5%) e 2016 (57,6%) indicando que o medo de fracassar não é impeditivo para criar e empreender um novo negócio.

Vários artigos estudaram questões relativas às práticas de gestão do conhecimento, Baskerville e Dulipovici (2006), Naicker (2013), Warren, Patton e Bream (2009), estudos exploratórios, em empresas iniciantes, estabelecidas em incubadoras no desenvolvimento de novos produtos ou serviços tecnológicos. Vohora; Wright; Lockett (2004) apresentaram em seu estudo, as dificuldades de gestão dos empreendedores iniciantes, e outros autores como, De Cleyn; Braet (2010), Rasmussen (2011), Furlan; Grandinetti (2014) e Holland; Garrett (2015) revisaram essas dificuldades de gestão dos iniciantes, em pelo menos quatro aspectos: o reconhecimento de oportunidades pelos empreendedores, o compromisso empresarial de legitimar o negócio, credibilidade para obtenção de

financiamento dos novos projetos e sustentabilidade para manter as atividades no mercado. A falha no reconhecimento desses quatro aspectos pode ser apontada como possíveis fatores de fracasso dos empreendedores, de acordo com a literatura.

Conforme Nonaka; Takeuchi (1996) relatam que são dois, os tipos de gestão do conhecimento: tácito e explícito. O conhecimento tácito é de linguagem formal e o conhecimento explícito é pessoal, ligado ao comprometimento, a uma atitude ou envolvimento em um contexto específico. Em geral, a análise da relação entre a gestão do conhecimento e o processo de inovação do empreendedor, se encontra na criação, absorção, aplicação de toda habilidade e experiência dos empreendedores e o compartilhamento do conhecimento. Contudo, em suas descobertas sugerem que, embora os recursos individuais determinem coletivamente a capacidade total de gestão de conhecimento da organização, cada recurso individual não está diretamente ligado ao desempenho.

Audretsch, David B.; Keilbach, Max C.; Lehmann, Erik E. (2006) afirmam que os pequenos negócios iniciantes emergiram como essenciais para o crescimento econômico, porém os empreendedores ainda terão os desafios da legitimação e da inovação (ALDRICH, 1999; DELMAR, 2004; AUDRETESCH, 2006). Aldrich (1999) define a legitimidade de um novo negócio como a percepção da sociedade à aderência aos princípios, regras, normas, padrões e formas de fazer aceitos. A legitimidade do novo negócio demonstra o grau de compromisso do empreendedor com o negócio. Delmar (2004) relata em sua pesquisa que na ausência de estabelecer uma entidade jurídica do novo negócio, os responsáveis pela empresa não poderão usar a legitimidade adquirida pela adesão às normas legais, dos quais investidores poderão estar menos dispostos a conversar com os fundadores, pelo

fato que muitos investidores informais desenvolve reputações para realizar negócios somente com organizações legítimas. Da mesma forma, a preferência dos potenciais clientes por fornecedores legítimos pode torná-los menos dispostos a responder aos esforços de marketing. Delmar (2004) concluiu em sua pesquisa que a criação de laços sociais com as partes externas interessadas, a criação de rotinas que geram legitimidade do negócio, tais como, escrever um plano de negócio, comprar equipamentos, desenvolver o protótipo, alugar o imóvel, contratar funcionários e constituir a personalidade jurídica, aumenta a sobrevivência dos novos negócios.

A literatura apresenta diversas definições a respeito de inovação, e uma das primeiras definições é a criação de um novo bem ou a nova versão de um bem, onde a inovação tem o poder de colocar as empresas em evidência no mercado (SCHUMPETER, 1934). A definição de inovação da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) expressa no Manual de Oslo tem como objetivo orientar e padronizar conceitos e metodologias de pesquisas, acerca de inovação, nos 34 países que fazem parte deste grupo. Descreve o seguinte:

Uma inovação é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas (MANUAL DE OSLO, 2005, p. 55).

Invenção é diferente de inovação. De acordo com o Manual de Oslo (2005), para se considerar uma inovação requer que o produto, o processo, o método de marketing sejam novos, ou significativamente melhorados.

Afuah (2003) define inovação como um novo conhecimento tecnológico ou um desenvolvimento de um novo produto ou uma nova versão de um produto no mercado, exatamente o que o diferencia de uma invenção, a questão

mercadológica, uma nova ideia para exploração comercial. Ries (2011) define que inovação são descobertas científicas e criações de novos modelos de negócios. São indicadores de sucesso de uma empresa. Cohen (2013) relata que diversas universidades americanas dispõem de programas de incentivo e abrigo para empresas iniciantes, a fim de estreitar o relacionamento com o mercado e os investidores proporcionando aportes logo no nascedouro de empresas que podem se tornar companhias de sucesso. No Brasil, mesmo sem muito incentivo, existem alguns casos de empresas que viabilizaram por conta própria seu sucesso em negócios de base tecnológica oferecendo um ambiente de inovação capaz de concorrer com empresas globais, como por exemplo, o Buscapé, Power.com, Boo-Box, BrandsClub, MercadoLivre, dentre outros. De acordo com os dados do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM, 2016) o Brasil segue em penúltimo no ranking de países com potencial de inovação com apenas 20,4% e melhora sua posição no quesito concorrente, onde fica em segundo lugar atrás apenas dos Estados Unidos, o que significa que os brasileiros estão atendendo a um nicho específico e diferenciado. Quanto a tecnologia, o país fica em último lugar com o percentual de 4%, o que leva a entender que país utiliza tecnologia obsoleta. Políticas de investimento em Ciência, Tecnologia, Inovação e Comunicações poderiam minimizar os impactos desses problemas (GEM, 2016). A busca por inovação é um desafio para a sobrevivência das organizações em um mercado competitivo, quando as incertezas são frequentes, como por exemplo: onde, quando e como inovar? Quando investir? Quando desistir de uma invenção? (CHRISTENSEN, 2001).

Defende (BOWER, 1995) em seu artigo o conceito conhecido como “inovação disruptiva”, inspirado no conceito de “destruição criativa” denominado

por Joseph Schumpeter em 1939 para explicar os ciclos de negócios, com os quais cada nova revolução, seja industrial ou tecnológica destrói a anterior e conquista seu mercado. Assim, o conceito da inovação disruptiva é quando um produto ou serviço cria um novo mercado e desestabiliza os concorrentes que antes predominavam. Isso de forma mais simples, barata, que atende a um público maior ou que não era atendido, inicia aos poucos até atingir o todo. Em sua obra Clayton Christensen, professor de Harvard exemplifica a empresa HP investindo em linhas de PC's populares antes que a empresa Lenovo o fizesse. O professor também traz outros exemplos de inovação disruptiva, como: Wikipédia substituindo serviços pagos de enciclopédia, o Airbnb, que tira do sério associações hoteleiras, o aplicativo UBER, que tanto incomodam as empresas de táxis, a Netflix, que extinguiram as vídeo locadoras e a Google fez as pessoas abolirem as listas telefônicas.

Além das empresas que já foram prejudicadas pelos efeitos da inovação disruptiva, a professora de Harvard, Jill Lepore, na revista New Yorker publicou um artigo onde discorda do conceito de disrupção devido a falha de argumentação no estudo de caso do artigo de Christensen.

2.2 CONCEITO DE *STARTUP*

Diante dos desafios de empreender e inovar dentro do ecossistema de *startups* existem vários agentes que participam do processo, que fomentam e incentivam empreendedores iniciantes a colocarem suas ideias em prática, como por exemplo: as incubadoras, as aceleradoras, os investidores anjo, os fundos de venture capital e o governo (COHEN, 2013).

Startups são empresas iniciantes que estão explorando atividades inovadoras, na maioria das vezes de base tecnológica, ou na prestação de serviço de nicho especializado no mercado desenvolvendo um modelo de negócio, que gera valor para o cliente, em um modelo escalável, no sentido de atingir um grande público para gerar lucro em pouco tempo, sem haver um aumento significativo dos custos, e em um modelo replicável, no sentido de padronizar e multiplicar o modelo do negócio (RIES, 2011).

No ecossistema das *startups*, as incubadoras são entidades afiliadas às universidades, e podem transferir propriedade intelectual dos seus docentes para as *startups* que desejam comercializar a propriedade intelectual adquirida na universidade. As empresas iniciantes são arrendatárias e pagam aluguel reduzido às incubadoras em troca de espaço físico e apoio técnico administrativo (PETERKOVÁ, 2015). As incubadoras também disponibilizam para as *startups* acesso aos investidores, advogados, transferência de tecnologia e consultoria de profissionais da contabilidade (HACKETT, 2004). Nesse momento a *startup* incubada necessita de financiamento para cobrir gastos com alimentação, transporte, material inicial para o protótipo, e esses gastos ficam a cargo dos próprios empreendedores, que inicialmente buscam recursos iniciais com amigos e familiares (DEGENNARO, 2010; ATICCI e SOHL, 2004; HAINES et al., 2003; VAN OSNABRUGGE e ROBINSON, 2000). Quanto aos programas de aceleração são de duração fixa, baseado em coorte (grupos de lote), com orientação educacional com a finalidade de apresentação pública, podendo ser ou não com fins lucrativos (COHEN, 2013).

Peterková (2015) em seu artigo apresenta a diferença entre uma incubadora pública e privada, sendo que as incubadora públicas não possuem fins lucrativos por ser financiadas pelas instituições governamentais, com metas de pesquisa e ensino

público universitário e fornecem apoio às ideias de negócios dos estudantes e das spin-offs de atividade de P & D. Por outro lado, as incubadoras privadas buscam transferir resultados de empresários bem sucedidos, que utilizam o próprio capital em troca de participação para difundir um empreendedorismo inovador aos seus arrendatários.

Cohen (2013) em sua pesquisa levantou a diferença existente entre programas de incubação e aceleração nos Estados Unidos, e definiu inicialmente em oito pontos em que se diferem em seus programas, conforme indicado na Quadro 1:

ITEM	INCUBADORAS	ACELERADORAS
DURAÇÃO DO PROGRAMA	1 a 5 anos	3 meses
PROGRAMA EM GRUPO	Não	Sim
MODELO DE NEGÓCIO	Aluguel, sem fim lucrativo.	Aluguel, com ou sem fim lucrativo.
SELEÇÃO	Não competitivo	Competitivo, cíclico.
ESTÁGIO	Inicial ou expansão	Inicial
EDUCAÇÃO	Recurso Humano, legal, etc.	Seminários
MENTORIA	Mínima, tática.	Intensa, por si ou outros.
LOCAL	No local	No local

Quadro 1: As diferenças entre incubadoras e aceleradoras

Fonte: (COHEN, 2013)

De acordo com os estudos de Cohen (2013) as aceleradoras diferem das incubadoras em pelo menos quatro dimensões significativas:

A primeira dimensão é quanto a duração. Na incubação o empreendedor se encontra em um processo embrionário da sua ideia do negócio, e possui todo o período acadêmico para desenvolver e testar suas hipóteses a um custo mínimo, inclusive com seus próprios recursos (HACKETT, 2004). Na aceleração o processo é bem mais curto, embora as atividades desenvolvidas sejam semelhantes aos da incubadora, os empreendedores já estão maduros em seus modelos de negócios, já possuem demanda e um protótipo funcional.

A segunda dimensão é quanto aos coortes ou lotes. Os candidatos são selecionados para aceleração em grupos de lotes de duração limitada (COHEN, 2013).

A terceira dimensão é quanto ao incentivo. Nas incubadoras os empreendedores são considerados como inquilinos e prezam por sua permanência (HACKETT, 2004), enquanto que com as aceleradoras os empreendedores são considerados empresas do portfólio e assumem participações societárias nas empresas participantes (COHEN, 2013).

A quarta dimensão é quanto ao programa educacional. Enquanto nas incubadoras são utilizados recursos humanos e consultorias formais, nas aceleradoras são oferecidas mentorias intensão por meio de seminários que englobam todos os interesses do negócio (COHEN, 2013).

Cohen (2013) também prefere estudar as particularidades entre investidores anjo e as aceleradoras, pois embora realizam praticamente o mesmo processo para oferecer os investimentos, procuram métodos diferentes em seus comportamentos (SCHAFER, 2008; DEGENERO, 2010), conforme Quadro 2:

ITEM	INVESTIDORES ANJO	ACELERADORAS
DURAÇÃO DO PROGRAMA	Contínuo	3 meses
PROGRAMA EM GRUPO	Não	Sim
MODELO DE NEGÓCIO	Investimento	Aluguel, com ou sem fim lucrativo.
SELEÇÃO	Competitivo, contínuo.	Competitivo, cíclico.
ESTÁGIO	Inicial	Inicial
EDUCAÇÃO	Nenhum	Seminários
MENTORIA	Se necessário, por investidor.	Intensa, por si ou outros.
LOCAL	Fora do local	No local

Quadro 2: As diferenças entre investidores anjo e aceleradoras.
Fonte: (COHEN, 2013)

Parece um pouco confuso, porque os investidores anjo também estão presentes nos programas das aceleradoras, porém, em sua captação particular,

preferem trabalhar com um programa contínuo, individualizado em seu portfólio, com seleções contínuas, e mentorias geralmente fora do local (COHEN, 2013).

Embora pouco se fale a respeito de incubação híbridas público-privadas, tem começado a surgir no ecossistema de *startups* no Brasil através de iniciativas do Governo Federal iniciadas em 2012, programa de aceleração de *startups* chamado de Programa *Start-Up* Brasil, com recursos do governo federal em parceria com aceleradoras selecionadas por edital pelo ministério da ciência, tecnologia, inovações e comunicações (MCTIC) e gerida pela softex, entidade privada que executa políticas públicas de incentivo ao mercado da tecnologia, destacou-se dos outros programas por ter uma abrangência nacional: as empresas escolhidas pelo programa eram capacitadas por aceleradoras de todo o país. Em 2015, o *Start-Up* Brasil foi interrompido e devido ao clima de incerteza política e associado a uma redução no orçamento do MCTIC fizeram com que o programa ficasse em hiato, quanto as apresentações dos Demodays. No entanto, em agosto de 2017, o *Start-Up* Brasil voltou à ativa e inscrições para uma nova turma de aceleração foram abertas. Com a seguinte configuração descrita na figura 1:



Figura 1: Programa de aceleração *Start-up* Brasil

Fonte: (ABRAII, 2016; Start-Up Brasil, 2016; Startup, 2016)

Fishback et al. (2007) afirma que uma aceleradora é formada por um grupo de empresários experientes, que oferecem serviços de apoio secundários, estrutura

física e se utilizam de sua network para auxiliar no desenvolvimento de organizações que estão em fases iniciais. Mitchell (2008) relata o grande interesse dos novos negócios tecnológicos pelas aceleradoras, a fim de se prepararem para o mercado buscando reduzir seus custos e aproveitar as mentorias.

O Gráfico 1 apresenta a evolução do número de aceleradoras no Brasil nos últimos anos:

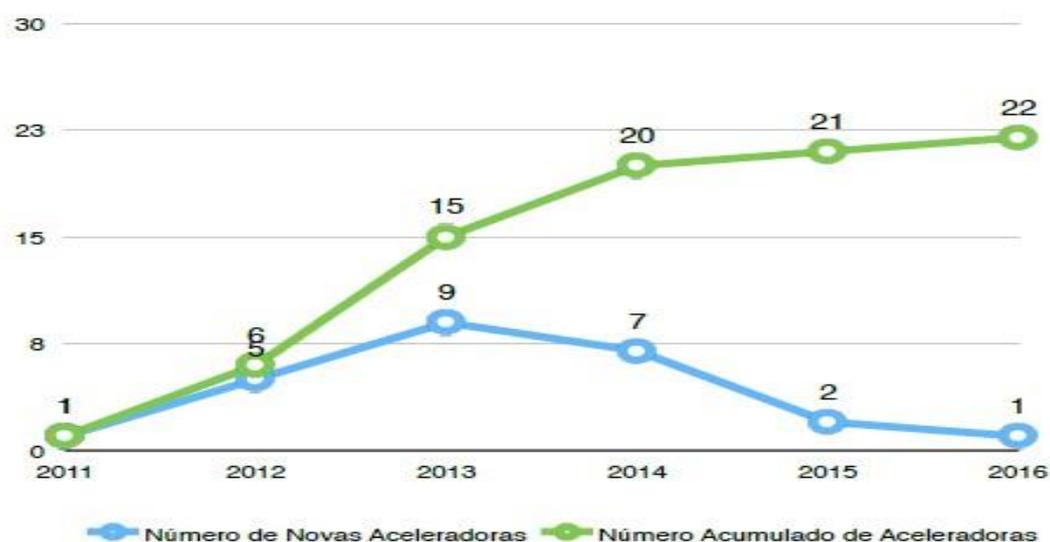


Gráfico1: Evolução do Número de Aceleradoras no Brasil
Fonte: (ABRAII, 2016; Start-Up Brasil, 2016; Startup, 2016)

O Gráfico 1 indica um período de estagnação no número de novas acaeleradoras no Brasil, o que provavelmente fora efeito colateral da instabilidade política e econômica brasileira entre os anos de 2015 e 2016, mas pelo acumulado do número de aceleradoras existentes houve uma estabilidade e persistência neste mesmo período (STURT-UP BRASIL, 2016).

2.3 INVESTIDOR ANJO

Ao explorar o cenário nacional referente ao empreendedorismo e o potencial de inovação das empresas iniciantes atrelados aos dados estatísticos e a literatura internacional, surge o objetivo da pesquisa: definir os fatores que explicam o

investimento anjo em Startups, especialmente em mercados emergentes como do Brasil, com poucos incentivos governamentais e muita instabilidade política e econômica.

O investimento anjo tem sido objeto de estudo nos Estados Unidos desde a década de 1980 através dos estudos de Wetzel (1983) e Haar et. al. (1988). Nos últimos anos, os EUA começaram a transição de uma economia industrial em declínio para uma economia emergente de empreendedorismo e inovação (SOHL, 1999).

Na literatura internacional, a respeito de investidores anjo é unânime a concordância quanto ao alto risco em se investir em negócios iniciantes (WETZEL, 1983; HAAR, 1988; CASSAR, 2004; LANDSTRON, 2008; SCHÄFER, 2008; WONG, 2009; DEGENNARO, 2010; HARRISON, 2010; SOHL, 2010; DING, 2014).

Wetzel (1983) aborda em seus estudos características de um investidor que faz parte dos investimentos de capital de risco, mas que abrangem um nicho não explorado pelos fundos institucionais, devido ao elevado grau de exigências, que restringem e dificultam o acesso de pequenas empresas, especialmente as iniciantes, a este tipo de capital.

O termo “investidor anjo” se refere a empresários individuais, locais, ricos, que utilizam seus recursos para investir e assumem mais riscos, mas investindo valores menores em empresas iniciantes, e a nomenclatura “Anjo” se dá pelo fato de que não haverá apenas aporte financeiro, mas indica a participação do investidor com sua experiência e rede de relacionamento para orientação do empreendedor e proporcionar mais possibilidade de sucesso (WONG, 2009).

Haar (1988) apresentou em sua pesquisa indícios de que os investidores privados informais são muito entusiasmados e persistentes. Em seus estudos, identificou vários investidores que afirmaram ter conseguido retornos mais altos através da atividade do anjo do que qualquer outra opção de investimentos disponíveis. Mesmo os que fracassaram em alguns investimentos declararam preparados para fazer novos investimentos. Por outro lado, Blank; Dorf (2012) e Graham (2012) relatam em suas pesquisas que aproximadamente 90% das *startups* irão falhar, os dois lados demonstram o quanto o ecossistema de investimentos em *startups* se configura em um ambiente de extrema incerteza (RIES, 2011).

Schafer (2008) trouxe um conceito de capital inteligente, que de acordo com sua abordagem, empresas jovens e inovadoras precisam além do capital, conhecimentos e habilidades adicionais, e a soma desses ingredientes o denomina de capital inteligente. Dentro da questão do conhecimento e habilidades adicionais, o estudo afirma dois tipos de conhecimentos, também absorvidos da literatura da gestão do conhecimento (NONAKA, 1994):

A – Conhecimento tácito: conhecimento que não pode ser traduzido tão facilmente, por ser subjetivo, e estar fortemente ligado ao perfil do indivíduo, por exemplo, as experiências pessoais adquiridas. Assim, é praticamente impossível comunicar e compartilhar conhecimento tácito através de documentos, para tanto, é necessário a interação pessoal.

B – Conhecimento explícito: conhecimento que pode ser transferido de forma fácil e rápida, através de relatórios financeiros e não financeiros, que mostram o perfil de um gestor de capital inteligente.

Quanto ao acompanhamento dos relatórios do capital inteligente dos investidores anjo privado, se comportam semelhante aos fornecedores formais de venture capital, e se diferenciam quanto a frequência de contatos pessoais e a intensidade no relacionamento com os empreendedores. Os bancos, ao financiarem créditos, oferecem pouco capital inteligente, pois já incorporam o risco em suas restrições de créditos e em suas taxas de juros. Os investidores anjo e os fundos de investimentos privados independentes preferem uma troca pessoal de informações com as empresas de portfólio. As subsidiárias de bancos venture capital e as empresas públicas de capital de risco ficam entre os dois procedimentos (SCHÄFER, 2008).

A maioria das empresas de capital de risco institucional (Venture Capital) vem de grupos de investidores ricos que podem atuar no mercado como empresas de capital aberto, subsidiárias de grandes bancos, bancos de investimento e outras instituições financeiras, e parcerias. Definido desta forma, o mercado de capital de risco institucional e fundo de investimento de anjos, os investimentos assumem algumas características-chave distintivas (CASSAR, 2004). Esses fundos captam dinheiro de investidores e alocam recursos em Startups e pequeno negócios com alto potencial de escala, e essa uma modalidade de investimentos compra participações acionárias, normalmente minoritária, para ganhar na valorização de suas saídas, onde o risco é latente com apostas na valorização extraordinária em detrimento de um alto grau de incerteza (CASSAR, 2004; SCHÄFER, 2008; DING, 2014).

As principais distinções entre os investimentos de capital de risco (Venture Capital) e investimentos de anjos estão sintetizados no Quadro 3 (MASON E HARRISON, 1994):

Principais características	Instituições de Capital de Risco (Venture Capital)	Investimentos Anjo
Fonte	Principalmente investidores institucionais que atuam como parceiros limitados investir o dinheiro de outras pessoas	Particulares que investem seu Próprio dinheiro
Responsabilidade	Responsabilidade financeira pessoal limitada, mas responsabilidade para a gestão e proprietários	Responsabilidade financeira pessoal significativa
Experiência e capacidade de investimento	Experiência de investimento considerável e capacidade de investimento	Pouca experiência de investimento e capacidade de investimento limitada
Hora de diligência	Extenso	Tempo limitado

Quadro 3: Capital de risco institucional em comparação com os fundos de investimentos de anjos.
Fonte: (LANDSTRON, 2008)

Dentro da estrutura do capital de risco (Venture Capital) Landstron (2008) definiu bem a diferença entre capitalistas de risco institucional, fundos de investimentos de anjos, Investidores anjos informais ou particulares e os investidores de capital de risco não institucionais, incluindo familiares e amigos, de acordo com a literatura internacional, conforme Quadro 4:

Capitalistas de risco institucional	Investidores que realizam investimentos profissionais de financiamento de capital de risco a longo prazo, sem cotação, em novas empresas, em que a principal recompensa são eventuais ganhos de capital complementados por dividendos (WRIGHT e ROBBIE, 1998).
Fundos de investimentos de anjos	Indivíduos com alta renda que investem uma parte de seus ativos em empreendimentos de alto risco e alto retorno (Freeaar, Sohl e Wetzel, 1994). Além de investir dinheiro, os business angels contribuem com suas habilidades comerciais, experiência, know-how e contatos comerciais, desempenhando um papel ativo na empresa (MASON e HARRISON, 1995).
Investidores anjos informais/particulares	Pessoas físicas que investem capital de risco diretamente em empresas não cotadas, às quais não têm conexão familiar (MASON e HARRISON, 2000). Assim, os investidores informais incluem business angels, bem como investidores privados que contribuem com quantias relativamente pequenas de dinheiro e não tomam parte ativa no objeto de investimento.
Todos os investidores de capital de risco não institucionais, incluindo familiares e amigos.	Investidores que fazem investimentos em start-ups não fundados pelo próprio investidor, ou seja, incluindo investimentos familiares, investimentos de amigos, colegas, etc., mas excluindo investimentos em ações e fundos mútuos (REYNOLDS, BYGRAVE e AUTIO, 2003).

Quadro 4: Definições dos atores no mercado de capital de risco.
Fonte: (LANDSTRON, 2008)

De acordo com a Anjos do Brasil (2018), são seis estágios para o investimento: fundadores, família e amigos, investimento anjo, *seed capital*, *venture capital*, *private equity*. e IPO em que os empreendedores se preparam para um nível de crescimento do negócio até chegar ao ponto de venda no mercado, conforme resumo no Quadro 5.

FASE	FASE DO FINANCIAMENTO	VALORES
1 - Fundadores Família e amigos	Fase embrionária onde os empreendedores aplicam os próprios recursos até desenvolverem seu modelo de negócio escalável e replicável.	
2 - Investimentos Anjo	Fase em que os empreendedores apresentam seus modelos de negócio em busca de investidor anjo para financiar o modelo.	até 500 Mil
3 - SEED	Nível inicial do financiamento. Nesta fase, o montante é menor, com o objetivo de desenvolvimento do produto ou dos processos do serviço e consolidação da equipe.	até 2,5 Milhões
4 - VENTURE CAPITAL	Fase de financiamento para preparação operacional com objetivo de capacitação para vendas e formação de caixa.	até 250 Milhões
5 -PRIVATE EQUITY	Fase do financiamento da expansão física, melhoria do produto e investimento em marketing.	acima de 250 Milhões
6 - IPO - Bolsa de Valores	Fase do Financiamento de preparação para possível oferta pública.	Venda das Ações

Quadro 5. Estágios do investimento.

Fonte: Adaptado Anjos do Brasil 2018

2.4 FATORES QUE EXPLICAM DECISÃO DE INVESTIMENTO

Além da fundamentação teórica quando ao empreendedorismo, a gestão e a inovação que serviram de base para investigação desta pesquisa foram citados outros artigos relevantes que testaram outros fatores que explicam a decisão de investimento anjo em *startups*. Para compararmos com o comportamento do ecossistema de *startups* no Brasil. No Quadro 6 está listado os fatores discutidos pela literatura e que fizeram parte da nossa investigação:

FATORES	LITERATURA
1 - FORMALIZAÇÃO	(ALDRICH, 1999; DELMAR, 2004; AUDRETESCH, 2006)
2 - PLANO DE NEGÓCIO	(KAPLAN; NORTON, 1992; VAN, 2006)
3 - MODELO DO NEGÓCIO	(ÖSTERWALDER; PIGNEUR, 2010; ÖSTERWALDER et al. 2005)
4 - EQUIPE (GESTÃO)	(NONAKA; TAKEUCHI, 1996; CHOREV, 2006; SCHFER, 2008; DING, 2014)
5 - SINDICALIZAÇÃO	(WONG, 2009; DEGENARO, 2010; HAAR, 1988; DING, 2014)

(GRUPO)	
6 - DISTÂNCIA GEOGRÁFICA	(HAAR; 1988; VEDOVELLO, 1997; WONG, 2009; HARRISON, 2010; PETERKOVÁ, 2015)

Quadro 6: Fatores que explicam a decisão de investir na literatura.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A pesquisa de Ding et al. (2014) sugere que o processo informal de decisão de investimento precisa passar por algumas etapas:

A - A primeira etapa é o estágio de seleção na qual os critérios de investimento da proposta comercial são avaliados e a taxa de rejeição é a mais elevada.

B - A segunda etapa é o estágio pós-seleção com a decisão final sobre investir ou não.

2.4.1 Plano de negócio e o modelo de negócio

Os investidores de uma forma geral são mais propensos a investir em empresas tradicionais, do que em *Startups*, pelo fato de ser mais fácil avaliar a empresa pelos seus ativos tangíveis, do que avaliar a empresa pelas habilidades do capital humano da empresa (VAN, 2006).

Na fase de inicial, de acordo com Van (2006) tradicionalmente o empreendedor precisa redigir um plano de negócio, que podem ser interpretadas de duas formas pelo investidor: um plano de negócio com uma ambição limitada, que de acordo com os resultados da pesquisa de Van (2006) as empresas com ambição limitada correlacionam positivamente com a decisão de investir, enquanto que o plano de negócios com alta ambição, se correlacionam negativamente. Assim, ainda de acordo com Van (2006), se um negócio inicia sem um plano de negócio poderá ser interpretado pelo investidor que os empreendedores são tão experientes que não precisam do plano.

Para ajudar no desenvolvimento de um plano de negócios para empreendimentos complexos, que lidam com tecnologia, S Trimi (2012) afirma que o empreendedor precisa conhecer o modelo de negócio em que está inserido, definir qual o seu público alvo, o seu nicho de mercado, definir seu relacionamento com o cliente, quem são os seus concorrentes, escolher bem seus fornecedores e as estratégias de compra e venda do produto.

Kaplan; Norton (1992) consideram quatro áreas principais na empresa: produto, cliente, infraestrutura e Finanças. Essas quatro áreas precisam compor o plano de negócios.

Österwalder; Pigneur (2010) e Österwalder et al. (2005) propuseram o desenvolvimento de uma tela de geração de modelo de negócio chamado de “*Business Model Generation Canvas*” (BMC), além de conter as premissas do “*Balanced Score Card*” (BSC), apresenta o detalhamento de cada uma das quatro áreas do BSC. A tela do canvas identifica os nove blocos de construção do modelo de negócio BMC, como ferramenta conceitual para auxiliar na tomada de decisão no momento correto de cada processo, e nas fases iniciais dos empreendedores facilita a mudança do modelo. Em outras palavras, um plano de negócio resumido em uma tela suprimindo de forma sucinta e visual as várias páginas do plano de negócios, que será utilizado em fase mais madura do empreendimento.

O “*Lean Startup*”, termo utilizado por Ries (2011), com a metodologia de desenvolvimento de clientes com princípios de inicialização ágeis, práticas e enxutas, para utilização de recursos escassos e minimização de todo e qualquer gasto, exceto a criação de valor para o cliente. Em outras palavras, é um modelo de negócio enxuto, com poucos gastos, com uma equipe resumida e eficiente para conseguir escala, como por exemplo, a criação de um aplicativo com uma equipe de

no máximo três integrantes, dentro de casa ou em um coworking, que atende a necessidade de muitas pessoas, de forma rápida e eficiente.

Cohen (2013) define que para acelerar uma empresa é primordial ter um planejamento para alcançar potencial de impacto na sociedade e na economia. Uma aceleradora de *startup* atua exatamente neste ponto da empresa, auxiliando neste “plano de voo” na elaboração de um projeto com mais chances de sucesso.

2.4.2 Formação da equipe

Na participação da equipe, uma conexão forte, como um membro da família ou um amigo no time empreendedor, pode, portanto, servir como um trampolim para monitorar a assistência, uma vez que a família ou amigo pagaria a pena de perder confiança (ou "face") se ele violasse os direitos do investidor ou não revelou informação crítica sobre o *insider* para o investidor (HAAR, 1988).

O uso do financiamento em torno dos negócios iniciantes foi objeto de investigação da pesquisa de Cassar (2004) que abordou a possibilidade do uso de ferramentas de controle gerencial para evitar redução do potencial de sobrevivência de uma *startup* quando financia capital para sua arrancada. As empresas iniciantes com relativa falta de ativos tangíveis sugerem ter sido financiadas por meio informais, não bancários, fato que exige uma importância maior de recursos gerenciados em rede para se evitar erros de mensuração na estrutura de capital configurada no novo empreendimento.

Ding (2014) pesquisou critérios de decisão de investimento anjo comparando a seleção realizada entre a China e a Dinamarca, e chegou a conclusão que na China os investidores anjo são menos preocupados com o risco, porque tendem a

confiar mais em relacionamentos pessoais com a equipe de gerenciamento, na compatibilidade com os conhecimentos e interesses dos investidores e na capacidade de inicialização da equipe. A forte proteção dos direitos dos investidores minoritários e da governança corporativa também permite que os investidores anjos formulem contratos ótimos com planos de incentivo de contingência para superar quaisquer problemas de risco moral ou de seleção adversa.

Chorev (2006) desenvolveu sua pesquisa baseada nas experiências do ecossistema de *startups* israelenses, que embora seja um país pequeno geograficamente, isolados dos principais mercados e com graves problemas de segurança conseguiu promover uma cultura tecnológica rica em conhecimento e gestão e os fatores de sucesso para esse ecossistema foi a gestão de pessoas no ambiente interno, relacionamento com o cliente e a pesquisa e desenvolvimento.

2.4.3 Sindicalização e indicação de um amigo investidor

Em uma estrutura de fundo de capital de risco com aporte de capital de investidor anjo no ecossistema de startups é conhecido como sindicalização, como forma de complementar os recursos das instituições de capital de risco, método utilizado pelos investidores anjo em mercados emergentes, com instabilidade política, poucos investimentos governamentais, para negociar investimentos com uma rede de outros investidores para mitigar riscos, e desta forma é possível entregar o aporte financeiro antes mesmo de conhecer as receitas do negócio (WONG, 2009).

A literatura apresenta os anjos como investidores informais que se relacionam em rede entre amigos e parceiros de negócios e preferem fazer ofertas por meio de contatos pessoais, indicações de amigos, familiares, indicação de profissionais

liberais, tais como contador e advogado, especialmente aqueles que já tiveram alguma experiência com investimentos (HAAR, 1988; WONG, 2009; DING, 2004; DEGENNARO, 2010).

2.4.4 Distância geográfica

Peterková (2015) aponta que o milagre econômico ocorrido em Israel não se deu por conta de lucros imediatos a curto prazo, até porque Israel nunca foi um lugar atraente para investimentos, mas dedicaram esforços e habilidades e atenderem necessidades regionais.

As incubadoras fornecem consultorias especializadas e suficientes para as *startups* se desenvolverem e sobreviverem, mas quando passam a ser monitoradas em aceleradoras (incubadoras privadas), os membros das aceleradoras, também compostos pelos investidores anjos, podem resistir a distância geográfica (PETERKOVÁ, 2015).

Vedovello (1997) defende que não há problema na localização geográfica, tendo em vista que as *startups* se estabelecem inicialmente nas incubadoras dentro das universidades, posteriormente migram para aceleradoras onde estão concentrados vários investidores anjos.

Harrison (2010) menciona em sua pesquisa que os investidores anjos estão esparramados em todos os lugares, porém possuem a característica de trade off, e costumam acompanhar cada um dos seus investimentos efetivamente com conselhos e dicas, o que se tornará inviável diante de várias situações.

De modo geral, existem diversos “anjos anímicos” com características diferentes, regionalizadas, individualizadas, que ainda não se comportam como o

contexto geral dos investidores anjos que tem sido investigados pela literatura (HARRISON, 2010).

2.5 HIPÓTESES

As hipóteses serão divididas em dois grupos, conforme estudado na literatura:

No Grupo (A), as hipóteses que se enquadram nos conceitos do empreendedorismo.

GRUPO A: FATORES DE EMPREENDEDORISMO	
CNPJ	Hipótese 1: o estabelecimento de uma entidade jurídica aumentará a probabilidade de um novo empreendimento ao receber o investimento anjo.
PLANO/MODELO	Hipótese 2: os investidores anjos estão propensos a selecionar empresas que adotam o plano de negócio resumido do seu modelo de negócio.
EQUIPE	Hipótese 3: os investidores informais preferem que a equipe do empreendedor do negócio iniciante seja composta por mais de três componentes.

Quadro 7: Grupo de fatores que envolvem o empreendedorismo.

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pelo autor.

Muitos estudos relatam a necessidade de legitimar o negócio iniciante para serem aceitos e reconhecidos pelo mercado e a sociedade, demonstrando o nível de comprometimento do empreendedor com o negócio (ALDRICH, 1999; DELMAR, 2004; AUDRETESCH, 2006). Dessa forma, estabelecer uma entidade jurídica é uma variável determinante para uma *startup*, pois recebe investimento e por isso será a primeira hipótese a ser testada nesta pesquisa.

Hipótese 1: o estabelecimento de uma entidade jurídica aumentará a probabilidade de um novo empreendimento receber o investimento anjo.

Os investidores, de forma geral, são propensos a investir em empresas tradicionais, através de avaliação de seus ativos tangíveis (VAN, 2006). O investidor anjo possui características particulares, por investir recursos próprios em negócios iniciantes e por não possuir receitas. Mas, o investidor anjo está propenso a acreditar em negócios que sejam disruptivos, escaláveis e com chances de serem

vendidas para IPO's (WONG, 2009; DEGENNARO, 2010; LERNER, 2017). Para demonstrar que o negócio é disruptível, escalável e com chances de venda para IPO's para os investidores, o plano de negócio é uma variável determinante para uma *startup* receber investimento, por isso será a segunda hipótese a ser testada nesta pesquisa.

Hipótese 2: os investidores anjos estão propensos a selecionar empresas que adotem o plano de negócio resumido do seu modelo de negócio.

O negócio inciante, especialmente voltado para tecnologia, depende de conexões pessoais. O investidor anjo espera um trabalho de gestão, um trabalho técnico e outro trabalho que envolve marketing e vendas. Portanto, ainda que o negócio seja iniciante, não poderão faltar essas três partes pensantes separadamente (HAAR, 1988; COHEN, 2013; SUN et al., 2013). Uma equipe composta com mais de três integrantes é uma variável determinante para os investidores selecionarem empresas para investirem, por isso será a terceira hipótese a ser testada nesta pesquisa.

Hipótese 3: os investidores informais preferem que a equipe do empreendedor do negócio iniciante seja composta por mais de três componentes com perfis diferentes em suas funções.

No grupo (B), as hipóteses que se enquadram com a visão dos investidores anjo na literatura internacional, e que foi testado nos questionários aplicados para investidores e empreendedores nesta pesquisa.

GRUPO B: FATORES DE DECISÃO DO ANJO	
DISTÂNCIA	Hipótese 4: os investidores consideram que a localização geográfica da startup influenciam na decisão de investir.
INVESTIR EM GRUPO	Hipótese 5: os investidores acreditam que investir em grupo tem a probabilidade de diminuir o risco financeiro do investimento anjo.

Quadro 8: Grupo de fatores que envolvem critérios de investidores anjo.

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pelo autor

De acordo com a literatura, existem diversos “anjos anímicos” com características diversificadas e regionalizadas, que ainda no contexto geral, não se comportam como os investidores anjos investigados pela literatura (HARRISON, 2010).

No milagre econômico ocorrido em Israel, aconteceu em um ecossistema regional de uma comunidade geográfica de um interesse comum em volta de sua tecnologia (SENOR E SINGER’S, 2009; FELDMAM, 2014).

Diante do exposto, surge uma quarta hipótese, no sentido de testar se a variável localização geográfica da *startup* irá influenciar a decisão de investir.

Hipótese 4: os investidores consideram que a localização geográfica da *Startup* influencia na decisão de investir.

Os investidores anjo formam grupos de fundos de investimentos, chamados Venture Capital, para minimizar o risco do fracasso do investimento (SCHÄFER, 2008; ALBERO, 2007; LANDSTROM, 1998), por isso será a quinta hipótese a ser testada nesta pesquisa.

Hipótese 5: os investidores acreditam que investir em grupo diminui a probabilidade do risco financeiro do investimento anjo.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Este estudo teve o objetivo de definir os fatores que explicam o investimento anjo em *startups*. Tratou-se de uma pesquisa quantitativa e descritiva, com dados primários, obtidos através da aplicação de questionários nos investidores anjos e empreendedores das *startups*. Teve por referência os parâmetros de variáveis da literatura internacional que correlacionam a decisão do investimento anjo e a capacidade das *startups* de atingir as expectativas dos investidores (GIL, 2008).

A pesquisa também teve uma abordagem qualitativa, através de entrevistas gravadas com três investidores anjo, reconhecidos pelo ecossistema das *startups*, para que se pudesse identificar significados, motivações, aspirações, e crenças, presentes nesse ecossistema que explicam o investimento anjo (MINAYO, 2014).

O método para obter os resultados foram: estatística descritiva da amostra e regressão logística. Devido à restrição quanto ao tamanho da amostra, optou-se por estimar os resultados econométricos selecionando todos os fatores relevantes da estatística descritiva, e em seguida gerar a regressão logística em dois grupos menores de fatores, sobre o método multivariado para verificar ao final os fatores que poderiam explicar o investimento anjo em *Startups*.

3.1 DESCRIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

Não é comum identificar investidores anjo reconhecidos. E quando se reconhece algum, não é fácil conseguir informações dele. Preferem se manter anônimos (WETZEL, 1981; MASON E HARRISON, 1994). Por essa razão não é fácil

conseguir grandes amostras de investidores anjo. Identificá-los é difícil. Segundo Mason e Harrisson (1997), para isso seria preciso:

(A) Reunir um grande número de possíveis investidores;

(B) Entrar em contato com os investidores nos grupos de investimento em que participam; e

(C) Participar de eventos em que os investidores participam.

Para se chegar aos investidores anjos e com isso ter uma amostra com mais representatividade, esta pesquisa utilizou o critério C “Participar de eventos em que os investidores participam”. Foram feitas visitas aos eventos nacionais e internacionais que ocorreram em São Paulo e Minas Gerais no ano de 2017; em uma conferência na área da educação em 2018; e com os investidores anjo e *Startups* cadastrados na associação brasileira de Startups (ABSTARTUPS, 2018). Nessas ocasiões foram feitas abordagens junto a esses investidores, para a aplicação do questionário.

A amostra de respondentes foi de 86 investidores anjos e 328 empreendedores de *Startups*. Na abordagem foi perguntado sobre os fatores que motivam investir em Startups, considerando o cenário desfavorável que o Brasil enfrenta - pouco incentivo do governo para ciência, educação, inovação e tecnologia; e a latente instabilidade política. Foram feitas as mesmas perguntas para os empreendedores em questionários e entrevistas gravadas.

A Associação Brasileira de *Startups* (2017) estimou aproximadamente 4.151 *Startups* em sua plataforma, em 622 *Startups* associadas. Os 86 investidores anjo responderam o questionário com 24 perguntas, entre objetivas e subjetivas (qualitativas). Para as 328 *startups* foi aplicado questionário com 15

perguntas diretas e objetivas, baseadas e fundamentadas nos estudos de HAAR (1988) e adaptadas para a realidade político-econômica brasileira. A maior parte das perguntas dos questionários foram compostas por questões objetivas, por meio de dummy, e em alguns momentos específicos foram solicitadas participações qualitativas, com o objetivo de conhecer melhor os conceitos de determinados pontos dentro do ecossistema das *startups*, que ainda são motivos de estudos no Brasil, tais como a localização geográfica da *startup*, a sindicalização dos investidores e os principais critérios para decisão de investimento.

Na Tabela 1, está apresentada o perfil da amostra dos investidores anjo e a estatística descritiva, e a partir destes resultados, foram selecionados todos os fatores estatisticamente relevantes para gerar uma regressão logística multivariada.

TABELA 1: PERFIL DA AMOSTRA E A ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS INVESTIDORES ANJO

PERFIL DA AMOSTRA	Perfil do Investidor				P
	N= 51		N= 35		
	Não investe	%	Investe	%	
Faixa Etária dos investidores					0,000
Entre 18 e 25 anos	1	2	1	2,9	
Entre 26 e 33 anos	4	7,8	15	42,9	
Entre 33 e 42 anos	15	29,4	12	34,3	
Entre 42 e 48 anos	16	31,4	6	17,1	
Entre 48 e 56 anos	11	21,6	-	0	
Mais de 56 anos	4	7,8	1	2,9	
Escolaridade dos investidores					0,476
Ensino Médio	-	0	1	2,9	
Superior	28	54,9	17	48,6	
Pós Graduação	22	43,1	14	40	
Mestrado	1	2	2	5,7	
Doutorado	-	0	1	2,9	
Atividade do Investidor					0,415
1 - Comércio	6	11,8	2	5,7	

2 - Serviço	1	2	6	17,1	
3 - Indústria	4	7,8	-	0	
4 - Tecnologia	29	56,9	16	45,7	
5 - Logística	1	2	-	0	
6 - Marketing	4	7,8	2	5,7	
7 - Outras Atividades	6	11,8	9	25,7	
Pergunta 4 - Você Investiria num setor que não tenha experiência?					
Não	40	78,4	20	57,1	0,037
Sim	11	21,6	15	42,9	
Pergunta 6 - Em quantas startups já investiu?					
Nenhuma	4	7,8	-	0	0,015
Até 2	17	33,3	13	59,1	
Até 5	17	33,3	9	40,9	
Mais de 6	17	33,3	-	0	
Pergunta 7 - Já Fracassou em algum investimento em startup?					
Não	32	62,7	13	37,1	0,021
Sim	19	37,3	22	62,9	
Pergunta 8 - Quantas vezes fracassou?					
1 - Nenhuma	24	47,1	27	77,1	0,019
2 - Uma vez	6	11,8	3	8,6	
3 - Duas vezes	3	5,9	-	0	
4 - Três vezes	6	11,8	-	0	
5 - Mais de quatro vezes	12	23,5	5	14,3	
Pergunta 10 - Qual sua média de investimento em startup?					
1 - Ainda não investi.	4	7,8	13	37,1	0,418
2 - Menos de R\$ 50.000,00	32	62,7	6	17,1	
3 - Mais de R\$ 50.000,00	15	29,4	16	15,7	
Pergunta 11 - Em qual faixa etária de empreendedores você prefere investir?					
Entre 18 e 26 anos	1	2	3	8,6	0,000
Entre 26 e 33 anos	2	3,9	7	20	
Entre 33 e 41 anos	2	3,9	8	22,9	
Indiferente	46	90,2	17	48,6	
Pergunta 12 - Prefere investir em um negócio formalizado?					
Não	37	72,5	15	42,9	0,007
Sim	14	27,5	20	57,1	
Pergunta 13 - Exige o plano de negócio?					
Não	43	84,3	15	42,9	0,000

Sim	8	15,7	20	57,1	
Pergunta 14 - Qual o nível de valoração do plano de negócio?					
1 - Modelo Tradicional	4	7,8	8	22,9	0,002
2 - Modelo Lean Startup	3	5,9	10	28,6	
3 - Modelo Canvas	44	86,3	17	48,6	
Pergunta 15 - Prefere investir em equipe formada com mais de três integrantes?					
Não	40	78,4	13	37,1	0,000
Sim	11	21,6	22	62,9	
Pergunta 17 - A distância geográfica influência na decisão de investir?					
Não	35	68,6	13	37,1	0,005
Sim	16	31,4	22	62,9	
Pergunta 18 - O produto ou serviço protegido por marca/patente influência na decisão?					
Não	3	5,9	14	40	0,001
Sim	48	94,1	21	60	
Pergunta 19 - Você investe em grupo?					
Não	30	58,8	14	40	0,088
Sim	21	41,2	21	60	
Pergunta 20 - Você acredita que o investimento em grupo mitiga o risco?					
Não	45	88,2	15	42,9	0,000
Sim	6	11,8	20	57,1	
Pergunta 21 - Qual fator você considera de maior risco para o fracasso do negócio?					
1 - Motivação errada	1	2	1	2,9	0,468
2 - Falta do Plano/Modelo	14	27,5	3	8,6	
3 - Falta do Protótipo	2	3,9	1	2,9	
4 - Baixa aceitação	16	31,4	24	68,6	
5 - Falha na gestão	18	35,3	6	17,1	
Pergunta 22 - Qual a taxa de retorno considerada viável (%)?					
1 - Acima de 10%	1	2	2	5,7	0,094
2 - Acima de 20%	1	2	9	25,7	
3 - Acima de 30%	4	7,8	0	0	
4 - Acima de 50%	9	17,6	3	8,6	
5 - Acima de 75%	-	0	1	2,9	
6 - Acima de 100%	36	70,6	20	57,1	
Pergunta 23 - Indicações de amigos investidores influência na decisão de investir?					
Não	41	80,4	20	57,1	0,022
Sim	10	19,6	15	42,9	

Quanto aos fatores testados na Tabela 1, não se apresentaram estatisticamente relevantes: a escolaridade dos investidores, as atividades profissionais exercidas pelos investidores, a média de investimento do investidor anjo e o risco do fracasso do negócio. Por esse motivo, esses fatores não foram considerados na regressão logística multivariada dos investidores.

Na Tabela 2, está apresentada o perfil da amostra dos empreendedores e a estatística descritiva, e a partir destes resultados, foram selecionados todos os fatores estatisticamente relevantes para gerar uma regressão logística multivariada.

TABELA 2: PERFIL DA AMOSTRA E A ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS EMPREENDEDORES

PERFIL DA AMOSTRA	Perfil do Empreendedor				P
	N= 203		N= 125		
	Não investe	%	Investe	%	
Faixa Etária dos sócios					
Menores de 18 anos	3	1,3	1	1	0,001
Entre 18 e 25 anos	39	16,8	52	54,2	
Entre 26 e 33 anos	88	37,9	28	29,2	
Entre 33 e 42 anos	78	33,6	14	14,6	
Entre 42 e 48 anos	19	8,2	1	1	
Entre 48 e 56 anos	4	1,7	0	0	
Mais de 56 anos	1	0,4	0	0	
Escolaridade dos sócios					
Ensino médio completo	4	1,7	0	0	0,011
Ensino Médio	6	2,6	2	2,1	
Superior	116	50	70	72,9	
Pós Graduação	87	37,5	21	21,9	
Mestrado	16	6,9	3	3,1	
Doutorado	3	1,3	0	0	
Quantidade de sócios					
1 -Apenas um.	40	17,2	63	65,6	0,001
2 - Dois sócios.	73	31,5	9	9,4	
3 - Três sócios.	72	31	14	14,6	
4 - Quatro Sócios.	25	10,8	4	4,2	
5 - Mais de cinco sócios.	22	9,5	6	6,3	

Pergunta 6 - Quando você recebeu investimento seu negócio estava formalizado?					
Não	139	59,9	52	54,2	0,337
Sim	93	40,1	44	45,8	
Pergunta 7 - No caso de estar formalizado, qual tipo de formalização?					
1 - Empresário individual	46	19,8	39	40,6	0,448
2 - Sociedade Empresarial	155	66,8	30	31,3	
3 - Não havia formalizado	31	13,4	27	28,1	
Pergunta 11 - Há quanto tempo a sua startup está no mercado?					
1 - Menos de um ano.	9	3,9	31	32,3	0,001
2 - Um ano.	43	18,5	36	37,5	
3 - Dois anos.	50	21,6	3	3,1	
4 - Três anos.	34	14,7	8	8,3	
5 - Mais de quatro anos.	96	41,4	18	18,8	
Pergunta 13 - Quanto a qualidade da equipe no quesito afinidades e compromisso com as atividades praticadas?					
1 - Discordo totalmente	-	-	-	0	0,001
2 - Discordo.	2	0,9	0	0	
3 - Indiferente.	1	0,4	37	38,5	
4 - Concordo.	109	47	37	38,5	
5 - Concordo totalmente.	120	51,7	22	22,9	
Pergunta 14 - Seu produto ou serviço já possui aceitação no mercado?					
1 - Discordo totalmente	-	-	-	0	0,317
2 - Discordo.	1	0,4	0	0	
3 - Indiferente.	12	5,2	0	0	
4 - Concordo.	114	49,1	65	67,7	
5 - Concordo totalmente.	105	45,3	31	32,3	
Pergunta 15 - Qual a média de faturamento anual?					
1 - Zero a R\$ 60.000,00	100	43,1	74	77,1	0,001
2 - R\$ 60.000,01 até R\$ 120.000,00	55	23,7	8	8,3	
3 - R\$ 120.000,01 até R\$ 180.000,00	26	11,2	2	2,1	
4 - R\$ 180.000,01 até R\$ 240.000,00	9	3,9	3	3,1	
5 - Mais de R\$ 240.000,00	42	18,1	9	9,4	

Quanto aos fatores testados na Tabela 2, não se apresentaram estatisticamente relevantes: a formalização dos empreendedores, o tipo de formalização dos empreendedores e a aceitação do produto ou serviço no mercado. Por esse motivo, esses fatores não foram considerados na regressão logística

multivariada dos empreendedores.

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA APLICADA AOS INVESTIDORES

No Quadro 9 foi indicada a variável explicada dos investidores e a descrição da sua leitura no questionário (APÊNDICE A).

Variável explicada	Descrição da variável explicada	Apêndice A
Decisão Investimento	Dummy 1 Sim investiu ou Zero não investiu	5

Quadro 9: Variáveis explicadas dos investidores e suas descrições

Fonte: Elaborado pelo autor

No Quadro 10 foram indicadas as variáveis explicadas dos investidores e as descrições de suas interpretações no questionário (APÊNDICE A).

Variável explicativa	Descrição da variável explicativa	Apêndice A
Experiência	Dummy 1 Sim investiu ou Zero não investiu num setor que não tenha experiência.	4
Portfólio	Quantidade de <i>Startups</i> investidas	6
Plano de Negócio/Modelo	Dummy 1 Sim exige o plano ou Zero não exige o plano com modelo de negócio.	13
Nível do Plano de negócio	Escolher o nível do plano	14
Equipe	Dummy 1 Sim para equipe ou Zero indiferente a formação de equipe	15
Distância Geográfica	Dummy 1 Sim a distância influencia ou Zero a distância não influencia	17
Investir em Grupo	Dummy 1 Sim investir em grupo diminui o risco ou Zero investir em grupo não diminui o risco	20
Controle 1: faixa etária para investir	Escolher a faixa etária de empreendedores que prefere investir	11
Controle 2: faixa etária do Investidor	Escolher a faixa etária do investidor	01

Quadro 10: Variáveis explicativas dos investidores e suas descrições

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA APLICADA AOS EMPREENDEDORES

No Quadro 11 foi indicada a variável explicada dos empreendedores e a descrição da sua leitura no questionário (APÊNDICE B).

Variável explicada	Descrição da variável explicada	Apêndice B
Decisão Investimento	Dummy 1 Sim já recebi ou Zero não recebi	4

Quadro 11: Variáveis explicadas dos empreendedores e suas descrições

Fonte: Elaborado pelo autor

No Quadro 12 foram indicadas as variáveis explicadas dos empreendedores e as descrições e suas interpretações no questionário (APÊNDICE B).

Variável explicativa	Descrição da variável explicativa	Apêndice B
Formalização	Dummy 1 Sim estava formalizado ou Zero não estava formalizado	6
Equipe (1N) quantidade	Escolher quantidade de sócios	8
Plano e Modelo de Negócio	Escolher o nível do plano de negócio	12
Equipe (2Q) qualidade	Escolher grau de afinidade da equipe com o negócio	13
Tempo de mercado	Escolher o tempo de mercado da Startup	11
Controle: Idade dos sócios	Escolher a média da faixa etária dos sócios	09

Quadro 12: Variáveis explicativas dos empreendedores e suas descrições

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 MODELO

Optou-se por estimar as análises dos dados coletados pelo modelo de regressão logística multivariada, pela possibilidade de correlacionar diversos fatores com a variável dependente, de forma que possibilitasse a explicação de um fator contribuir com o outro.

3.4.1 Modelo de regressão: decisão do investidor anjo

$DI =$

$$\beta_0 + \beta_1 \text{Experiência } i + \beta_2 \text{Portfólio } i + \beta_3 \text{Plano e Modelo de Negócio } i + \beta_4 \text{Nível do Plano } i + \beta_5 \text{Equipe } i + \beta_6 \text{Distância } i + \beta_7 \text{Grupo } i + \beta_8 \text{Controle1: Idade pra Investir } + \beta_9 \text{Controle2: Idade Investidor } + \varepsilon$$

Modelo de regressão logística multivariada, cuja variável dependente é a decisão do investidor anjo em investir na *Startup*.

3.4.2 Modelo de regressão: decisão do empreendedor

$DI =$

$$\beta_0 + \beta_1 \text{Formalização } i + \beta_2 \text{Equipe 1N } i + \beta_3 \text{Plano e Modelo de negócio } i + \beta_4 \text{Equipe 2Q } i + \beta_5 \text{Tempo de mercado } i + \beta_6 \text{Controle1: Idade dos sócios } + \varepsilon$$

Modelo de regressão logística multivariada, cuja variável dependente é a decisão do próprio empreendedor em colocar seu próprio recurso no seu modelo de negócio.

3.5 COLETA DE DADOS

As coletas de dados foram realizadas por meio de uma pesquisa survey, para formular os questionários, baseados em questionários já aplicados na literatura e outras questões levantadas pelo autor. Os questionários foram impressos e

aplicados para investidores e empreendedores, no maior evento relacionado às *Startups* na América Latina, chamado “CASE 2017” realizado em São Paulo e organizado pela ABSTARTUP.

Da mesma forma foram realizadas outras coletas de dados com a aplicação de questionário impresso para investidores e empreendedores, desta vez, em Belo Horizonte – MG, no maior evento de inovação do Brasil, denominado “EXPO FINIT”, organizado pelo Governo do Estado de Minas Gerais em parcerias com o SEBRAE e a iniciativa privada.

No Estado de Goiás foram encontrados uma concentração de investidores e Startups na aceleradora GYNTEC, onde foi realizado uma entrevista gravada com investidor anjo que denominamos: INVESTIDOR 1 (Apêndice C).

Houve coleta de dados na associação brasileira de Startups (ABSTARTUPS, 2018) com a aplicação de questionário impresso para investidores que participaram de seminário e mentoria e empreendedores que utilizam o espaço da ABSTARTUPS como *coworking* e paralelamente foi realizada uma entrevista gravada com outro investidor anjo que denominamos: INVESTIDOR 2 (Apêndice D).

Outro evento nacional relacionado as Startups de base tecnológica em educação foi o *EDTECH 2018*, organizado pela *STARTSE*, onde também foram aplicados questionários impressos para investidores e empreendedores.

Por fim, foi realizada uma entrevista gravada com investidor que foi denominado por INVESTIDOR 3 (Apêndice E), que iniciou sua carreira empreendedora com o VIDEO LOG, um serviço pioneiro e inovador no Brasil na década de 1990, antes mesmo do sucesso internacional do *youtube* já possibilitava grandes avanços tecnológicos na transmissão de vídeos particulares na rede.

Embora tenha fracassado nesse projeto pelo efeito colateral da disrupção, hoje trabalha com investimento anjo e mentorias valorosas para empreendedores iniciantes.

Capítulo 4

4 RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DE RESULTADOS

Neste capítulo será apresentado a estatística descritiva dos investidores e dos empreendedores e apontados os pontos marcantes da pesquisa.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO: INVESTIDORES ANJO

4.2.1 Procedimento para análise

Para identificar os fatores que explicam a decisão de investir do investidor anjo, foi feita análise de regressão logística, fazendo em primeiro lugar uma seleção de todos os fatores significativos apresentados na estatística descritiva para gerar uma regressão logística multivariada, critério realizado especialmente para não serem desprezados nenhum dos fatores testados, tendo em vista que, o tamanho da amostra foi limitado e colocando todos os fatores testados em uma única vez na regressão logística multivariada, nenhum dos fatores apresentaram significância.

4.2.2 Resultado da regressão

Na Tabela 3 foi apresentada uma regressão logística multivariada, cuja variável dependente foi a decisão de investir em *startups* pelo investidor anjo. Em uma primeira fase, selecionou-se todas as variáveis que tiveram significância na estatística descritiva, critério utilizado para minimizar a limitação do tamanho da amostra dos investidores anjo, conforme citado na Tabela 1, desprezando os fatores que não se correlacionam com a variável dependente.

TABELA 3: REGRESSÃO LOGÍSTICA - VARIÁVEL DEPENDENTE: DECISÃO DE INVESTIR DO INVESTIDOR ANJO

Fator / Fase	Coeficiente (b)	Erro Padrão	Wald	p	OR	IC (OR)	
Fase II							
II.1							
Experiência Invest.	0,906	0,780	1,348	0,246	2,474	0,536	11,415
Portfólio	-0,043	0,163	0,070	0,791	0,958	0,696	1,317
Media Invest.	0,430	0,692	0,385	0,535	1,537	0,396	5,972
Plano/Modelo Neg.	0,715	0,645	1,228	0,268	2,044	0,577	7,240
Nível Plano Neg.	-0,456	0,481	0,899	0,343	0,634	0,247	1,628
II.2							
Equipe	0,590	0,629	0,880	0,348	1,804	0,526	6,187
Distância Geográfica	1,233	0,610	4,087	0,043	3,431	1,038	11,336
Grupo Mitiga Risco	1,491	0,783	3,629	0,057	4,442	0,958	20,598
Faixa Etária p/ Inv.	-0,798	0,246	10,537	0,001	0,450	0,278	0,729
Idade Investidor	-0,645	0,403	2,556	0,110	0,525	0,238	1,157
Fase III							
Faixa Etária p/ Inv.	-0,266	0,215	1,521	0,217	0,767	0,503	1,169
Distância Geográfica	1,526	0,557	7,514	0,006	4,598	1,545	13,687
Grupo Mitiga Risco	1,823	0,788	5,353	0,021	6,192	1,321	29,016
Fase IV							
Distância Geográfica	1,539	0,552	7,788	0,005	4,662	1,581	13,742
Grupo Mitiga Risco	2,477	0,605	16,764	0,000	11,902	3,637	38,950

Teste: Análise de Regressão Binária Logística.

Na segunda fase foram geradas regressões logística multivariada, desta vez geradas em dois grupos de fatores, selecionados pela ordem em que foram testadas no questionário, visto que independente da ordem os resultados serão muito próximos, esse critério foi utilizado novamente para minimizar a limitação do tamanho da amostra dos investidores anjo e evitar que fatores fossem desprezados simplesmente devido ao número de observações.

Na terceira fase também foram eliminados os fatores sem significância e finalmente, na fase quatro ficaram evidentes dois fatores, estatisticamente significantes ao nível de 5%, para explicar o investimento anjo em *startups*:

(1) Fator distância geográfica com (p) valor 0,005: sugerindo que a distância geográfica entre o investidor anjo e a *startup* influencia na decisão de investir; o sinal da variável indica que, quanto mais próxima do investidor anjo estiver a *startup*, maior é a chance de o empreendedor receber investimento e a proximidade dos anjos com mentorias e aconselhamentos.

(2) Fator investimento em grupo com (p) valor 0,000: sugerindo que investimento em grupo reduz o risco do investimento e permite aumentar o portfólio, de forma que todos os envolvidos ganhem.

4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO: EMPREENDEDORES

4.3.1 Procedimento para análise

Para fazer avaliação dos fatores pelos quais possam contribuir com a decisão de investir em *startups* utilizou-se da análise de regressão logística, fazendo em primeiro lugar a uni variada e posteriormente a multivariada, sendo que para a multivariada.

4.3.2 Resultados da regressão

Para identificar os fatores que explicam a decisão de investir do empreendedor, na Tabela 4 foi feita análise de regressão logística, fazendo em uma primeira fase a seleção de todos os fatores significativos apresentados na estatística descritiva, para gerar uma regressão logística multivariada, critério realizado

especialmente para não serem desprezados nenhum dos fatores testados, conforme informado na Tabela 2.

TABELA 4: REGRESSÃO LOGÍSTICA DO EMPREENDEDOR

Fases	Coefficiente	Erro Padrão	Wald	P	OR	IC OR	
						INF	SUP
FASE 1							
Equipe1N	-0,202	0,138	2,141	0,143	0,817	0,623	1,071
Escolaridade	0,046	0,221	0,043	0,835	1,047	0,679	1,613
Plano de negócio	0,115	0,148	0,602	0,438	1,122	0,839	1,499
Tempo de mercado	-0,395	0,109	13,230	< 0,001	0,674	0,544	0,833
Equipe2Q	-0,934	0,240	15,144	< 0,001	0,393	0,246	0,629
Retorno	-0,068	0,137	0,249	0,618	0,934	0,713	1,222
Idade dos sócios	-0,497	0,215	5,324	0,021	0,608	0,399	0,928
FASE 2							
Equipe1N	-0,208	0,131	2,504	0,114	0,812	0,628	1,051
Tempo de mercado	-0,393	0,109	13,122	< 0,001	0,675	0,545	0,835
Equipe2Q	-0,897	0,236	14,492	< 0,001	0,408	0,257	0,647
Idade dos sócios	-0,457	0,176	6,747	< 0,009	0,633	0,448	0,894
FASE 3							
Tempo de mercado	-0,433	0,106	16,818	< 0,001	0,648	0,527	0,798
Equipe2Q	-0,990	0,228	18,787	< 0,001	0,371	0,237	0,581
Idade dos sócios	-0,505	0,171	8,696	< 0,003	0,603	0,431	0,844

Teste: Análise de Regressão Binária Logística.

Na segunda fase, foi gerada outra regressão multivariada, sem os fatores que foram desprezados na primeira fase, e por fim, em uma terceira fase, foi gerada uma última regressão, confirmando os três fatores com coeficientes significantes ao nível de 5% que podem explicar os motivos pelas quais os

empreendedores investigados investiram recursos próprios ou financiados em seus modelos de negócios:

(1) Fator tempo de mercado da *startup*: o fator pode explicar que o período entre 1 e 2 anos é o tempo de provar que o modelo do negócio funciona, tem escala e é repetível.

(2) Fator equipe (2Q) qualidade: o fator pode explicar que a equipe empreendedora é capaz de produzir, solucionar problemas e vender satisfatoriamente.

(3) Fator idade dos sócios da *startup*: o fator pode explicar que são os jovens empreendedores que estão propensos a apresentar uma inovação disruptiva, de base tecnológica, escalável e repetível.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Examinando os coeficientes da regressão dos investidores, dois fatores foram significantes para explicar a motivação do investimento anjo em *startups*:

Em primeiro lugar, o fator distância geográfica da *startup* pode influenciar na decisão do investidor anjo, o que possibilita a proximidade dos anjos com os empreendedores na mentoria e nos aconselhamentos, além do aporte financeiro. Discutindo o fator da distância geográfica, do ponto de vista do investidor anjo 1 entrevistado (Apêndice C – pergunta 15) respondeu concordando que a distância geográfica influencia sua decisão de investir, enquanto que o entrevistado 2 (Apêndice D – pergunta 15) e o entrevistado 3 (Apêndice E – pergunta 15) responderam discordando que a distância geográfica possa influenciar sua decisão de investir. Diante do resultado estatístico, cabe sugerir que no Brasil os investidores

anjo, em sua maioria são jovens iniciantes em sua carreira, e a estatística descritiva demonstra claramente no perfil da amostra que a faixa etária do investidor anjo, que investe em *startup* no Brasil está entre, 26 e 33 anos, o que equivale 42,9% da amostra. O fato que nos sugere entender a decisão, de não levar em consideração a distância geográfica da *startup*, no ato de investir seria pela faixa etária, entre 42 e 48 anos, que equivale a 17,1% da amostra, pelo fato da expertise do investidor.

Em segundo lugar, o fator investir em grupo é estatisticamente significativo e pode reduzir a probabilidade do risco do fracasso do investimento e permitir aumentar o portfólio (tipo de empreendedores por atividade), de forma que todos os envolvidos ganhem. Discutindo o fator de se investir em grupo (sindicalização), do ponto de vista dos investidores anjo entrevistados (Apêndice C, D e E - pergunta 17), todos foram unânimes em concordar que já investiram em grupo e que concordam plenamente na mitigação do risco quando sindicalizado. Um recorte interessante, em particular, ainda no fator investimento em grupo, foi a análise das palavras do entrevistado 3 (Apêndice E – resposta da pergunta 17), quando ele se considera um investidor diferenciado, que procura apostar em negócios segundo sua expertise, inclusive citou uma corrida de cavalos onde leigos costumam apostar em favoritos, e acaba dividindo o prêmio com muitos, mas quando surge um concorrente novo, o disruptivo, em que os apostadores não conhecem sua trajetória, somente aquele que o acompanhou receberá a recompensa. Assim, o entrevistado 3 concluiu que é preferível investir individualmente quando se tem expertise e um time perfeito.

É interessante ressaltar que o resultado da estatística descritiva no perfil da amostra dos investidores (Tabela 1 – Atividade do investidor e Experiência em investir) aponta que 57% preferiram investir somente em *startups* que atuam dentro do seu campo de experiência (portfólio: educação, saúde, tecnologia). Outro

resultado significativo é que dos investidores entrevistados, que investiram em *startups*, 57% também esperam um retorno maior que 100%.

Examinando os coeficientes da regressão dos empreendedores, três fatores foram significantes para explicar decisão do investimento dos empreendedores em suas próprias *startups*. Esta análise foi realizada como forma de ampliar a amostra da decisão de investir e garantir robustez ao resultado:

Em primeiro lugar, o fator tempo de mercado da *startup* foi estatisticamente significativo e sugere que o período entre 1 e 2 anos é o tempo de provar que o modelo do negócio funciona, os clientes aceitaram o produto que já foi testado, tem escala e pode ser repetível. Discutindo o fator tempo de mercado, do ponto de vista dos investidores entrevistados 2 e 3 (Apêndice D e E - pergunta 18), ambos detalharam que nesse tempo de mercado a startup precisa garantir seu modelo de negócio, pois este é o primeiro risco iminente do fracasso do negócio, segundo os entrevistados.

Em segundo lugar, o fator equipe (2) qualidade também foi um fator estatisticamente significativo sugere que a equipe é motivada, qualificada e apaixonada pela ideia proposta. Discutindo o fator equipe (2) qualidade, do ponto de vista dos investidores entrevistados 2 e 3 (Apêndice D e E - pergunta 18), ambos detalharam que equipe empreendedora depois de um modelo definido precisa ser capaz de produzir, solucionar problemas do cliente em tempo hábil e vender satisfatoriamente, ou seja, precisa conseguir executar todas as tarefas do negócio, e muitas equipes fracassam porque só ficam na paixão do negócio ou pela vaidade do primeiro crescimento e esquecem de gerir, segundo análise com os entrevistados.

Em terceiro lugar, o fator idade dos sócios da *startup* outro fator estatisticamente significativo sugere que são os jovens empreendedores que estão propensos a apresentar uma inovação disruptiva, de base tecnológica, escalável e repetível. Os resultados da estatística descritiva no perfil da amostra do empreendedor (Tabela 2 – idade e escolaridade dos sócios) apontam que 54,2% da amostra estão na faixa etária entre 18 e 25 anos, e 72,9% possuem curso superior.

Este resultado confirma com o que a literatura internacional tem oferecido como fatores de decisão de investimento anjo no mundo: (HARRISON, 2010) no Reino Unido, (HAAR, 1988; WONG, 2008; DEGENARO, 2010) nos Estados Unidos e (PETERKOVÁ, 2015) na República Tcheca; (ARRUDA, 2013; ABREU, 2016) no Brasil.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os fatores que explicam o investimento anjo em *startups* investigados nesta pesquisa foram fundamentados na teoria do empreendedorismo, gestão e inovação.

A pesquisa empírica foi realizada através de aplicação de questionários para investidores anjo, com o objetivo de identificar os fatores que explicam a decisão de investimento em *startups*. Outro questionário foi aplicado também para os empreendedores no sentido de explicar o motivo pelo qual receberam ou não investimento de anjo.

A tentativa de apresentar um modelo prático de fatores que explicam a decisão de investir em *startups* por investidores anjos em empresas iniciantes de alta tecnologia, parece ter atingido seu objetivo, quanto aos fatores que explicam a motivação do investimento anjo em *startups*, na análise quantitativa e qualitativa dos dados e a estatística descritiva foi possível compreender os prováveis critérios que puderam influenciar a decisão dos investidores colocarem recursos em *startups*.

Os resultados sugerem que os principais fatores que explicam decisão dos investidores anjo de investir em *startups* são os fundos de investimentos, a proximidade geográfica dos investidores anjo em relação as *startups* e uma equipe capaz de solucionar problemas dos clientes, vender e executar todas as tarefas do negócio. Esses elementos são considerados pelos investidores como redutores de risco do fracasso do negócio iniciante.

Este estudo trouxe contribuições para literatura brasileira através de informações empíricas, com dados estatísticos quantitativos e qualitativos, com os quais apresentam a evolução do comportamento dos investidores, quanto aos

critérios que influenciam na decisão de investir, além de acrescentar aos empreendedores, estudantes e simpatizantes do ecossistema de *startups*, os fatores mais relevantes para decisão de investimento anjo em negócios iniciantes, que tem sido objeto de estudo na literatura internacional e que foi discutido pouquíssimas vezes na literatura brasileira. Com os investidores e os empreendedores alcançando seus objetivos na absorção e compreensão dos resultados sugeridos neste estudo, ainda será possível contribuir com avanços no empreendedorismo, em uma visão macro, e conseqüentemente a economia de uma forma geral.

Quanto ao investidor, houve limitações, devido a que nas observações da pesquisa ocorreu uma indisponibilidade dos investidores para responder a pesquisa e assim o tamanho da amostra se tornou baixo.

Como recomendação para pesquisas futuras sugere-se aumentar a amostra com o intuito de uma análise estatística melhor conclusiva, investigar também critérios para investimentos maiores, como por exemplo, investimento de Venture Capital, que é a próxima fase de investimento. Outra sugestão é investigar as *startups* que foram vendidas e estão listadas na Bolsa. Por fim, uma investigação a respeito do desfecho das 90% das empresas nascentes que não conseguem investimento e acabam se transformando em uma empresa comum ou que acabam morrendo.

REFERÊNCIAS

- ABSTARTUPS - Associação Brasileira de Startups.** Disponível em: <https://abstartups.com.br/sobre-a-Abstartups/?gclid=EAlalQobChMI4MuJ0ubQ1gIVRoGRCh3MxQiCEAAYASAEgKvo_D_BwE>. Acesso em: 20.fev.2018.
- ABREU, Paulo RM; CAMPOS, N. M. C. **O panorama das aceleradoras de startups no Brasil.** USA: Create Space Independent Publishing Platform, 2016.
- ACS, Zoltan. How is entrepreneurship good for economic growth? *Innovations: technology, governance, globalization*, v. 1, n. 1, p. 97-107, 2006.
- ALBERO, André Luiz Pacheco. **Empreendedorismo, fator vital na sobrevivência das pequenas empresas.** FATEC. 2007.
- ALDRICH, Howard. *Organizations evolving.* Sage, 1999. APA Aldrich, H. (1999). **Organizations evolving.** Sage.
- ALLAMEH, Sayyed Mohsen; ABBAS, Saba Khadem. The relationship between knowledge management practices and innovation level in organizations: case study of sub-companies of selected corporations in the city of Esfahan. **Journal of Business Case Studies**, v. 6, n. 1, p. 89, 2010.
- ANPROTEC** – Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos de Tecnologias Avançadas. **As incubadoras de empresas no Brasil: Panorama ANPROTEC**, 2017. Disponível em: <<http://anprotec.org.br/site/menu/incubadoras-e-parques/>>. Acesso em: 20.fev.2018.
- AFUAH, A. *Innovation management.* New York: **Oxford University Press**, 2003.
- ARRUDA, C.; NOGUEIRA, V.; COZZI, C.; COSTA, V. **Causa da Mortalidade de Startups Brasileiras: O que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado?** Fundação Dom Cabral, Belo Horizonte, 2013.
- ARTEM, G. Combining formal and informal financial sources; Russian early entrepreneurs; and established firms; structure of external financing. **Journal of Chinese Entrepreneurship**, v. 5, n. 1, p. 39-60, 2013.
- ÁSTEBRO, Thomas; BAZZAZIAN, Navid; BRAGUINSKY, Serguey. Startups by recent university graduates and their faculty: Implications for university entrepreneurship policy. **Research policy**, v. 41, n. 4, p. 663-677, 2012.
- AUDRETSCH, David B.; KEILBACH, Max C.; LEHMANN, Erik E. *Entrepreneurship and economic growth.* **Oxford University Press**, 2006.
- BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, v. 996, 1996.

BALDINI, Nicola; GRIMALDI, Rosa; SOBRERO, Maurizio. To patent or not to patent? A survey of Italian inventors on motivations, incentives, and obstacles to university patenting. **Scientometrics**, v. 70, n. 2, p. 333-354, 2007.

BASKERVILLE, Richard; DULIPOVICI, Alina. The theoretical foundations of knowledge management. **Knowledge Management Research & Practice**, v. 4, n. 2, p. 83-105, 2006.

BOWER, Joseph L.; CHRISTENSEN, Clayton M. Disruptive technologies: catching the wave. 1995.

BYGRAVE, William D.; REYNOLDS, Paul D. **Who Finances Startups in the USA? A Comprehensive Study of Informal Investors, 1999-2003**. Babson College, Babson Kauffman Entrepreneurship Research Conference (BKERC), 2002-2006. Available at SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=1768163>>. Acesso em: 16.jan.2018.

BLANK, S. **What's a startup? first principles**. 2010. Disponível em: <<https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>>. Acesso em: 16.jan.2018.

_____. **"what do i do next?"the startup lifecycle**. 2015. Disponível em: <<https://steveblank.com/2015/02/12/what-do-i-do-now/>>. Acesso em: 16.jan. 2018.

BLANK, S.; DORF, B. **Startup: manual do empreendedor: o guia passo a passo para construir uma grande empresa**. Alta Books, 2012. ISBN 8576087820. Disponível em: <<http://www.amazon.com/Startup-Empreendedor-Construir-Empresa-Portuguese/dp/8576087820%3FSubscriptionId%3D0JYN1NVW651KCA56C102%26tag%3Dtechkie-0%26linkCode%3Dxm2%26camp%3D2025%26creative%3D165953%26creativeASIN%3D8576087820>>. Acesso em: 16.jan.2018.

BRUTON, Garry D.; AHLSTROM, David; PUKY, Tomas. Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures: a comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 5, p. 762-778, 2009.

CALLE, Guillermo Antonio Dávila; SILVA, EL da. Inovação no contexto da sociedade do conhecimento. **Revista TEXTOS de la CiberSociedad**, n. 8, p. 1-20, 2008.

CASSAR, Gavin. The financing of business start-ups. **Journal of business venturing**, v. 19, n. 2, p. 261-283, 2004.

CARPENTER, Robert E.; PETERSEN, Bruce C. Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. **The Economic Journal**, v. 112, n. 477, p. F54-F72, 2002.

COHEN, Susan. "What do accelerators do? Insights from incubators and angels." **Innovations**, v. 8, n. 3-4, p. 19-25, 2013.

COLOMBELLI, Alessandra; KRAFFT, Jackie; QUATRARO, Francesco. Properties of knowledge base and firm survival: evidence from a sample of French manufacturing

firms. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 80, n. 8, p. 1469-1483, 2013.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 5, n. 1, p. 33-76, 2006.

CHOREV, Schaul; ANDERSON, Alistair R. Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process. **Technovation**, v. 26, n. 2, p. 162-174, 2006.

CHRISTENSEN, Clayton; CRAIG, Thomas; HART, Stuart. The great disruption. **Foreign Affairs**, v. 80, n. 2, p. 80-95, 2001.

D. Allen e R. McCluskey, "Estrutura, política, serviços e desempenho no negócio. Incubadora Indústria". **Empreendedorismo: teoria & prática**, v.15, n. 2, p. 61-77, 1990.

DA SILVA, Carina Gomes et al. **O perfil dos empreendedores nas startups: um estudo de caso na incubadora tecnológica de Santa Maria**. 2013.

DEAN, Burton V.; GIGLIERANO, Joseph J. Multistage financing of technical start-up companies in Silicon Valley. **Journal of Business Venturing**, v. 5, n. 6, p. 375-389, 1990.

DE CLEYN, Sven H.; BRAET, Johan. The evolution of spin-off ventures: an integrated model. **International Journal of Innovation and Technology Management**, v. 7, n. 01, p. 53-70, 2010.

DEGENNARO, Ramon P. Angel Investors: Who They Are and What They Do; Can I Be One, Too? **The journal of wealth management**, v. 13, n. 2, p. 55-60, 2010.

DELMAR, Frédéric; SHANE, Scott. Legitimizing first: organizing activities and the survival of new ventures. **Journal of Business Venturing**, v. 19, n. 3, p. 385-410, 2004.

DI GREGORIO, Dante; SHANE, Scott. Why do some universities generate more start-ups than others? **Research policy**, v. 32, n. 2, p. 209-227, 2003.

DING, Zhujun; SUN, Sunny Li; AU, Kevin. Angel investors' selection criteria: a comparative institutional perspective. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 31, n. 3, p. 705-731, 2014.

DOLABELA, Fernando. **Oficina do empreendedor**. Rio de Janeiro: Sextante, 2008.

DORNELAS, José Carlos Assis. **Empreendedorismo: transformando ideias em negócios**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FÁVERO, L. P. et al. **Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FELD, Brad. **Startup communities: Building an entrepreneurial ecosystem in your city.** John Wiley & Sons, 2012.

FELDMAN, Maryann P. The character of innovative places: entrepreneurial strategy, economic development, and prosperity. **Small Business Economics**, v. 43, n. 1, p. 9-20, 2014.

FEHDER, Daniel; HOCHBERG, Yael. **Accelerators and the regional supply of venture capital investment**, 2014.

FISHBACK, Bowman et al. **Finding Business' Idols': A New Model to Accelerate Start-Ups.** 2007.

FRANK T. ROTHÄRMEL E MARIE THURSBY, "Insuficiência da empresa incubadora ou graduação? o papel de Ligações universitárias" **Research Policy**, v. 34, n. 7, p. 1076-1090, 2005.

FURLAN, Andrea; GRANDINETTI, Roberto. Spin-off performance in the start-up phase—a conceptual framework. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 21, n. 3, p. 528-544, 2014.

GARTNER, WilliamB; STARR, JenniferA; BHAT, Subodh. Predicting new venture survival: an analysis of “anatomy of a start-up.” cases from Inc. **Magazine. Journal of Business Venturing**, v. 14, n. 2, p. 215-232, 1999.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR (GEM). **2016 Global Report.** Global Entrepreneurship Research Association (GERA), 2016.

_____. **Pesquisa GEM: empreendedorismo no Brasil e no mundo.** Global Entrepreneurship Monitor, relator executivo (SEBRAE) 2017.

GRAHAM, P. **Startup: grow.** 2012. Disponível em: <<http://www.paulgraham.com/growth.html>>. Acesso em: 09.fev.2018.

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, 1988.

HACKETT, Sean M.; DILTS, David M. A systematic review of business incubation research. **The Journal of Technology Transfer**, v. 29, n. 1, p. 55-82, 2004.

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados.** Bookman Editora, 2009.

HARRISON, Richard; MASON, Colin; ROBSON, Paul. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. **Entrepreneurship and Regional Development**, v. 22, n. 2, p. 113-137, 2010.

HOLLAND, Daniel V.; GARRETT, Robert P. Entrepreneur start-up versus persistence decisions: a critical evaluation of expectancy and value. **International Small Business Journal**, v. 33, n. 2, p. 194-215, 2015.

HOLCOMBE, Randall G. Entrepreneurship and economic growth. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, v. 1, n. 2, p. 45-62, 1998.

JOHNSTON, Jack et al. **Métodos econométricos**, 2001.

KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: na empirical analysis of venture capital contracts. Working paper. Graduate School of Business, **Chicago**: University of Chicago, 2000b.

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.

_____. **The relationship between private investors and small firms**: An agency theory approach. *Entrepreneurship and Regional Development*. V. 4, p. 199–223, 1996.

_____. Informal risk capital in Sweden and some international comparisons. *Journal of Business Venturing*. v. 8, p. 525–40, 1993.

_____. Pioneers in venture capital research. In **Handbook of research in venture capital**, ed. H. Landstrom, Cheltenham: Edward Elgar, p. 3-65, 2007.

LERNER, Josh et al. The globalization of angel investments: evidence across countries. *Journal of Financial Economics*, v. 127, n. 1, p. 1-20, 2018.

LIU, Ying. An overview of angel investors in Canada. **MFA paper**, 2000.

LUCKERSON, V. The heart of entrepreneurship. **Harvard Business Review**, p. 19-21, 1985.

LUNA, F.; MOREIRA, S.; GONÇALVES, A. Financiamento à inovação. In.: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil. Brasília: **IPEA**, 2008.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: is there still a role for the public sector. **Small Business Economics**, v. 9, n. 2, p. 111-123, 1997.

_____. The informal venture capital market in the UK. In **Financing small firms**, ed. A. Hughes, and D.J. Storey, 64–111. London: Routledge. 1994.

MASON, Colin M. Informal sources of venture finance. In **The life cycle of entrepreneurial ventures**, ed. S.C. Parker, 259–99. New York: Springer. 2006.

_____. **Closing the regional equity gap**: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, v. 7, n. 2, p. 153–72, 1995.

_____. Editorial. **Venture capital**: Rationale, aims and scope. *Venture Capital* v. 1, n. 1, p. 1–46, 1999.

_____. Informal venture capital and the financing of emergent growth businesses. In **The Blackwell handbook of entrepreneurship**, ed. D.L. Sexton, and H. Landstrom, 221–239. 2017.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria et al. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

MCCALL, R. **Entrepreneur? Bring Your Vision to Life**, p. 20 e 21, 2000.

MCCLELLAND, David C. **The Achieving Society**, p. 19, 1961.

MARMER, M. et al. Startup genome report extra: premature scaling. **Startup Genome**, v. 10, 2011.

MEYER, Klaus E. et al. Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. **Strategic management journal**, v. 30, n. 1, p. 61-80, 2009.

MINAYO, Maria Cecília de Souza. O desafio do conhecimento: pesquisa qualitativa em saúde. 2014.

MITCHELL, L. **Beyond licensing and incubators: next-generation approaches to entrepreneurial growth at universities**. Ewing Marion Kauffman Foundation, 2008.

NAICKER, Visvanathan. Uncovering knowledge management practices in organizations. **Journal of Applied Business Research**, v. 29, n. 6, p. 1849, 2013.

NONAKA, Ikujiro; TAKEUCHI, Hirotaka; UMEMOTO, Katsuhiko. A theory of organizational knowledge creation. **International Journal of Technology Management**, v. 11, n. 7-8, p. 833-845, 1996.

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Manual de Oslo: Diretrizes para Coleta e Interpretação de Dados sobre Inovação**. 3. ed. Paris: OECD, 2005. Traduzido por Finep, 2006. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/dcom/brasilinovador/arquivos/manual_de_oslo.html>. Acesso em: 23.jan.2018.

OLIVEIRA, A. A. et al. O Ecossistema Empreendedor Brasileiro de Startups: uma análise dos determinantes do empreendedorismo no Brasil a partir dos pilares da OCDE. **Núcleo de Inovação e Empreendedorismo**, v. 41, 2013.

PETERKOVÁ, Jindra; WOZNIAKOVÁ, Zuzana; SKOPALOVÁ, Dita. Performance Evaluation of Start-Ups by Using BLUES Methodology. In: European Conference on Management, Leadership & Governance. **Academic Conferences International Limited**, 2015. p. 314.

PATERNOSTER, Nicolò et al. Software development in startup companies: a systematic mapping study. **Information and Software Technology**, v. 56, n. 10, p. 1200-1218, 2014.

PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS**. 2003.

PETERS, P.P; HISRICH, R.D. **Empreendedorismo**. São Paulo: Bookman, 2002.

PORTER, Michael E. **Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competition**. New York, v. 300, p. 28, 1980.

RASMUSSEN, Einar. Understanding academic entrepreneurship: exploring the emergence of university spin-off ventures using process theories. **International Small Business Journal**, v. 29, n. 5, p. 448-471, 2011.

REED, Richard; STORRUD-BARNES, Susan F. Uncertainty, risk, and real options: who wins, who loses? **Management Decision**, v. 48, n. 7, p. 1080-1089, 2010.

RIES, Eric. **The Lean Startup: how today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses**. **Crown Publishing Group**, New York, USA. 2011.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473-521, 1990.

SCHÄFER, Dorothea et al. Relationship Financing for Start-ups: An Empirical Analysis of Different Investor Types. **The IUP Journal of Managerial Economics**, v. 6, n. 3, p. 54-65, 2008.

SCHUMPETER, J. **The theory of economic development**. Harvard University Press, Cambridge, MA. 1934.

SCHUMPETER, Joseph; BACKHAUS, Ursula. **The theory of economic development**. In: Joseph Alois Schumpeter. Springer, Boston, MA, 2003. p. 61-116.

SENIOR, Dan; SINGER, Saul. **Start-up nation: The story of Israel's economic miracle**. **McClelland & Stewart**, 2009.

SHANE, Scott. Encouraging university entrepreneurship? The effect of the Bayh-Dole Act on university patenting in the United States. **Journal of Business Venturing**, v. 19, n. 1, p. 127-151, 2004.

SPINA, Cassio A. **Investidor anjo: como conseguir investimento para o seu negócio**. São Paulo: Ed. Versos, 2013.

STUART, Robert; ABETTI, Pier A. Start-up ventures: Towards the prediction of initial success. **Journal of Business Venturing**, v. 2, n. 3, p. 215-230, 1987.

STUART, Paul, GEOFF, Whittam; JAMETTE, Wyper. Towards a model of the business angel investment process. **Venture Capital**, p. 107-125, 2007.

S TRIMI, J Berbegal-Mirabent. Business model innovation in entrepreneurship. **International Entrepreneurship and Management Journal**, v. 8, n. 4, p. 449-465, 2012.

SEBRAE (2017). Portal SEBRAE. **Lei Geral da Microempresa e empreendedorismo**. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/pi/sebraeaz/startup-day-2017>> Acesso em: 15.jan.2018.

TANEV, Stoyan et al. Lean and global technology start-ups: linking the two research streams. **International Journal of Innovation Management**, v. 19, n. 3, p. 1540008, 2015.

VAN Gelderen, MARCO, et al. Success and Risk Factors in the Pre-Startup Phase. **Small Business Economics**, v. 26, n. 4, pp. 319–335, 2006.

VEDOVELLO, Conceição. Science parks and university-industry interaction: geographical proximity between the agents as a driving force. **Technovation**, v. 17, n. 9, p. 491530-502531, 1997.

VOHORA, A., WRIGHT, M.; LOCKETT, A. Critical junctures in the development of university high-tech spinout companies. **Research Policy**, v. 33, n. 1, p. 147-175, 2004.

WARREN, Lorraine; PATTON, Dean; BREAM, David. Knowledge acquisition processes during the incubation of new high technology firms. **International Entrepreneurship and Management Journal**, v. 5, n. 4, p. 481, 2009.

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

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

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Pioneira Thomson Learning, 2006.

ZUNIGA, Pluvia; CRESPI, Gustavo. Innovation strategies and employment in Latin American firms. **Structural Change and Economic Dynamics**, v. 24, p. 1-17, 2013.

APÊNDICE A: PESQUISA APLICADA AOS INVESTIDORES

Pergunta 1 – Qual sua faixa etária?

- 1 – Menor de 18 anos;
- 2 – Entre 18 e 25 anos;
- 3 – Entre 26 e 32 anos;
- 4 – Entre 33 e 40 anos;
- 5 – Entre 41 e 47 anos;
- 6 – Entre 48 e 55 anos;
- 7 – Mais de 56 anos...

Pergunta 2 – Qual o grau de escolaridade?

- 1 – Ensino Fundamental
- 2 – Ensino médio incompleto
- 3 – Ensino médio completo
- 4 – Graduação
- 5 – Pós-Graduação
- 6 – Mestrado
- 7 – Doutorado

Pergunta 3 - Em qual ramo de atividade profissional você tem experiência?

- 1 – Comércio 2 – Serviço 3 – Indústria 4 – Tecnologia
- 5 – Logística 6 – Marketing 7 – Outras atividades

Pergunta 4 – Você investiria num setor que você não conhece ou que você não tem experiência?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 5 – Já investiu em *Startup*?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 6 – Em quantas *Startups* já investiu?

Resposta: _____

Pergunta 7 – Já fracassou em algum investimento em *Startup*?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 8 – Quantas vezes fracassou?

1 – Nenhuma 2 – Uma vez 3 – Duas vezes 4 – Três vezes

5 – Mais de quatro vezes

Pergunta 9 – Se já fracassou informe porque acha que fracassou?

Resposta: _____

Pergunta 10 – Qual a sua média de investimento em *Startup*?

1 – Ainda não investi. Estou oferecendo conselhos e experiências.

2 – Procuo oferecer conselhos, experiências e um capital máximo de R\$ 50.000,00.

3 - Procuo oferecer conselhos, experiências e um capital acima de R\$ 50.000,00.

Pergunta 11 – Em qual faixa etária de empreendedores você prefere investir?

1 – Menores de 18 anos;

2 – Entre 18 e 25 anos;

3 – Entre 26 e 32 anos;

4 – Entre 33 e 40 anos;

5 – Entre 41 e 47 anos;

6 – Entre 48 e 55 anos;

7 – Indiferente

Pergunta 12 – Prefere um negócio formalizado para decisão de investimento?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 13 – Exige plano de negócio?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 14 – Qual o nível de Valoração do plano de negócio para decidir investir em *Startup*?

1 – Plano de negócio modelo Tradicional.

2 – Plano de negócio modelo *Lean Startup*.

3 – Plano de negócio modelo Canvas.

Pergunta 15 – Prefere investir em equipe formada com mais de três integrantes?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 16 – Por que? Justifique sua resposta.

Resposta: _____

Pergunta 17 – A distância geográfica da *Startup* (ser de um outro Estado) influencia sua decisão de investir?

1 -Sim 2 – Não

Pergunta 18 – O produto protegido por marca/patente influencia na decisão de investir?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 19 – Você investe em grupo?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 20 – Você considera que realizar investimento em grupo com outros investidores, em um mesmo negócio, reduz o risco do investimento?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 21 – Qual fator que você considera de maior risco para o fracasso do negócio?

1 – Motivação errada. (Empreender por falta de alternativa)

2 – Falta do plano de negócio

3 – Falta do protótipo (MVP – menor produto viável)

4 – Baixa aceitação do produto/serviço no mercado

5 – Outra resposta

Pergunta 22 – Qual a taxa de retorno você considera viável e interessante para decisão de investir?

1 – Acima de 10%

2 – Acima de 20%

3 – Acima de 30%

4 – Acima de 50%

5 – Acima de 75%

6 – Acima de 100%

Pergunta 23 – Indicações de seus amigos investidores influenciam sua decisão?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 24 – Por que você considera que uma indicação de amigos influencia ou não sua decisão de investir?

Resposta: _____

APÊNDICE B: PESQUISA APLICADA AOS EMPREENDEDORES

Pergunta 1 – Você já recebeu algum tipo de investimento?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 2 – Recebeu investimento de sócios?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 3 – Já recebeu investimento de amigos e familiares?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 4 – Já recebeu investimento de “Anjo”?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 5 – Já recebeu investimento de instituição financeira pública ou privada, fundo de investimentos, recursos ou incentivos de aceleradoras?

1 -Sim 2 – Não

Pergunta 6 – Quando você recebeu o investimento, o negócio já estava formalizado?

1 – Sim 2 – Não

Pergunta 7 – No caso de estar formalizado, qual foi o tipo de formalização?

1 – Empresário Individual

2 – Sociedade Empresarial

3 – Não formalizei

Pergunta 8 – Quantos sócios participam da *Startup*?

1 – Apenas um. Empresa individual;

2 – Dois Sócios;

- 3 – Três sócios;
- 4 – Quatro sócios;
- 5 – Mais de cinco sócios.

Pergunta 9 – Qual a média de idade dos sócios?

- 1 – Menores de 18 anos;
- 2 – Entre 18 e 25 anos;
- 3 – Entre 26 e 32 anos;
- 4 – Entre 33 e 40 anos;
- 5 – Entre 41 e 47 anos;
- 6 – Entre 48 e 55 anos;
- 7 – Mais de 56 anos...

Pergunta 10 – Qual o grau de escolaridade dos sócios?

- 1 – Ensino Fundamental
- 2 – Ensino médio incompleto
- 3 – Ensino médio completo
- 4 – Graduação
- 5 – Pós-Graduação
- 6 – Mestrado
- 7 – Doutorado

Pergunta 11 – Há quanto a sua *Startup* está no mercado?

- 1 – Menos de um ano;

2 – Um ano;

3 – Dois anos;

4 – Três anos;

5 – Mais de quatro anos.

Pergunta 12 – Quanto ao plano de negócio:

1 – Nunca tivemos;

2 – Começamos a desenvolver;

3 – Plano de negócio modelo tradicional;

4 – Plano de negócio modelo *Lean Startup*;

5 – Plano de negócio modelo Canvas.

Pergunta 13 – Os sócios ou a equipe gostam e possuem afinidade com as atividades que realizam? Estão no negócio porque gostam e possuem afinidade e o sucesso do negócio é apenas consequência.

1 – Discordo totalmente;

2 – Discordo;

3 – Indiferente;

4 – Concordo;

5 - Concordo totalmente.

Pergunta 14 – Seu produto/serviço já tem aceitação no mercado?

1 – Discordo totalmente;

2 – Discordo;

3 – Indiferente;

4 – Concordo;

5 - Concordo totalmente.

Pergunta 15 – Qual a média de faturamento anual?

1 – R\$ 0,00 até R\$ 60.000,00

2 – R\$ 60.000,00 até R\$ 120.000,00

3 – R\$ 120.000,00 até R\$ 180.000,00

4 – R\$ 180.000,00 até R\$ 240.000,00

5 – Mais de 240.000,00

APÊNDICE C: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 1

Pergunta 01: Qual a sua faixa etária?

Entrevistado 1: 41 anos.

Pergunta 02 - Qual é a sua escolaridade?

Entrevistado 1: Ensino superior completo com pós-graduação.

Pergunta 03 - Qual seu Ramo de atividade profissional que você tem experiência?

Entrevistado 1: Na área de intermediação de negócios.

Pergunta 04 - Investir em ramo de atividades que tenho experiência?

Entrevistado 1: Sim concordo.

Pergunta 05 - Você investe em Startup?

Entrevistado 1: Concordo totalmente.

Pergunta 06 - Até o momento já investiu em Startup? Em quantas?

Entrevistado 1: Sim invisto. Já investi em três.

Pergunta 07 - Já perdeu investimento em Startup?

Entrevistado 1: Sim concordo.

Pergunta 08 - Informe porque já fracassou:

Entrevistado 1: Na verdade o próprio investimento em Startup leva em consideração o elemento fracasso. A estatística de Steve Blank é comprovam que em até um ano 90% das *Startups* vão falhar, então o que a gente quer fazer é reduzir essa taxa de fracasso de 90%, ou seja, se eu investir em negócios, e metade dos meus negócios fracassarem, significa dizer que eu tive um Bom desempenho.

Pergunta 09 – O Valor do seu investimento em Startup é de quanto? Tenho aqui algumas alternativas: mais de R\$ 10.000,00, mais de R\$ 20.000,00, mais de R\$ 30.000,00, mais de R\$ 50.000,00

Entrevistado 1: Próximo ao de R\$ 30.000,00.

Pergunta 10 – A Faixa etária do Empreendedor que você investe é: menor de 18; entre 18 e 21;

Entrevistado 1: Estatisticamente a maioria dos projetos que a gente veste eles estão aí entre 33 e 40 anos.

Pesquisador: Mas você prefere escolher a faixa etária ou prefere não olhar?

Entrevistado 1: Prefiro não olhar.

Pergunta 11 – Sua decisão de investir está condicionada em à formalização do negócio?

Entrevistado 1: Não discordo totalmente

Pergunta 12 - Você escolhe investir quando o modelo de negócio? prefere modelo de negócio, não se preocupa com o modelo...

Entrevistado 1: Não me preocupo com o modelo utilizado.

Pergunta 13 - O tamanho ideal para equipe? é de dois componentes; 3 ou 4 componentes?

Entrevistado 1: Três componentes.

Pergunta 14 - Por que você sugere esses três componentes?

Entrevistado 1: Eu divido em três categorias uma pessoa que tem a visão de negócios uma pessoa que tem a visão da tecnologia embarcada para poder escalar Que negócios e uma e uma pessoa que tem uma visão do Design do serviço do

produto que está sendo desenvolvido Então eu preciso desses três pontos de vistas se os três aparecer numa única pessoa que mais isso praticamente não existe normalmente precisa de times complementares cada um específico de uma dessas três áreas.

Pergunta 15 - Só investe em Startup na região metropolitana da sua região?

Entrevistado 1: Sim concordo.

Pergunta 16 - O fato de o produto da Startup está protegido por patente influencia positivamente na sua decisão de investir?

Entrevistado 1: Não discordo nem concordo.

Pergunta 17 - Você investe em grupo para reduzir o risco do investimento?

Entrevistado 1: Concordo.

Pergunta 18 - Na sua opinião a probabilidade de fracasso de uma startup é:

tenho aqui alguns elementos para você sugerir:

- 1 - A motivação errada;
- 2 - A falta do plano de negócio;
- 3 - A falta de protótipo;
- 4 - A baixa aceitação do produto de mercado;
- 5 - O problema de gestão do Empreendedor.

Entrevistado 1: Alternativa 4 - A baixa aceitação do produto de mercado;

Pergunta 19 - A taxa de retorno que lhe faz investir em Startup:

Entrevistado acima de 100%.

Pergunta 20 - Você considera a indicação dos amigos para tomar decisão de investir em *Startup*?

Entrevistado 1: Concordo totalmente.

Pergunta 21 - Por que você as leva em consideração?

Entrevistado 1: Porque justamente dentro daquela categoria de mitigar o risco quando a gente tem uma boa indicação uma sugestão vinda de amigos especialistas são mais pontos de vistas para complementar minha decisão.

APÊNDICE D: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 2

Pergunta 01: Qual a sua faixa etária?

Entrevistado 2: 43 anos.

Pergunta 02 - Qual é a sua escolaridade?

Entrevistado 2: Ensino superior completo.

Pergunta 03 - Qual seu Ramo de atividade profissional que você tem experiência?

Entrevistado 2: Na área de tecnologia.

Pergunta 04 - Investir em ramo de atividades que tenho experiência?

Entrevistado 2: Não investiria. Gosto do ramo de supermercado com uso de tecnologia.

Pergunta 05 - Você investe em Startup?

Entrevistado 2: Sim. Concordo totalmente.

Pergunta 06 - Em quantas?

Entrevistado 2: Já investi em onze.

Pergunta 07 - Já perdeu investimento em Startup?

Entrevistado 2: Sim concordo. Duas vezes.

Pergunta 08 - Informe porque já fracassou:

Entrevistado 2: A gente vai aprendendo alguns sinais. Uma delas foi o de subestimar o potencial do empreendedor, um cara muito bom vendedor, mas não é um bom operacional, não soube colocar uma boa ideia em ação. Outro motivo o empreendedor teve um problema pessoal sério e não teve como substituir e a empresa quebrou.

Pergunta 09 – O Valor do seu investimento em Startup é de quanto? Tenho aqui algumas alternativas: mais de R\$ 10.000,00, mais de R\$ 20.000,00, mais de R\$ 30.000,00, mais de R\$ 50.000,00

Entrevistado 2: Mais de R\$ 50.000,00.

Pergunta 10 – A Faixa etária do Empreendedor que você investe é: menor de 18; entre 18 e 21;

Entrevistado 1: Já investimos em todas as faixas etárias. Indiferente.

Pergunta 11 – Sua decisão de investir está condicionada em à formalização do negócio? **Entrevistado 1:** Para colocar o dinheiro preciso da formalização.

Pergunta 12 - Você escolhe investir quando o modelo de negócio? prefere modelo de negócio, não se preocupa com o modelo...

Entrevistado 2: Precisa ter um modelo testado. Que esteja faturando alguma coisa em torno dos R\$ 40.000,00 para confirmar a validação do modelo. Basta apresentar uma Tela Canvas. Não precisa do plano de negócio tradicional nesse momento.

Pergunta 13 - O tamanho ideal para equipe? é individual, de dois componentes; 3 ou mais componentes?

Entrevistado 2: Procuo Três perfis. Eles podem estar em duas pessoas ou em três...

Pergunta 14 - Por que você sugere esses três componentes?

Entrevistado 2: Preciso de Três perfis. Uma pessoa para vender, a pessoa da tecnologia e o líder (CEO).

Pergunta 15 - Só investe em Startup na região metropolitana da sua região?

Entrevistado 2: Não discordo.

Pergunta 16 - O fato de o produto da Startup está protegido por patente influencia positivamente na sua decisão de investir?

Entrevistado 2: Não discordo nem concordo.

Pergunta 17 - Você investe em grupo para reduzir o risco do investimento?

Entrevistado 1: Concordo plenamente. Trazemos outras pessoas para nos ajudar.

Pergunta 18 - Na sua opinião a probabilidade de fracasso de uma startup é:
tenho aqui alguns elementos para você sugerir:

1 - A motivação errada;

2 - A falta do plano/modelo de negócio;

3 - A falta de protótipo;

4 - A baixa aceitação do produto de mercado;

5 - O problema de gestão/execução do Empreendedor.

Entrevistado 2: Entendo que são dois motivos: 2 - A falta do plano/modelo de negócio; e e 5 - O problema de gestão/execução do Empreendedor. As motivações geralmente são a partir de uma dor, mas quando os empreendedores modelam erram muito na execução. Exemplo: você pode ter uma ótima ideia, mas não foca nas atividades de execução o projeto trava.

Pergunta 19 - A taxa de retorno que lhe faz investir em Startup:

Entrevistado 2: Para venture capital espera-se acima de 30%.

Pergunta 20 - Você considera a indicação dos amigos para tomar decisão de investir em Startup?

Entrevistado 2: Concordo totalmente.

Pergunta 21 - Por que você as leva em consideração?

Entrevistado 2: Porque você já conhece a história de quem indica e já sabe do seu filtro.

APÊNDICE E: DESCRIÇÃO DA GRAVAÇÃO DO ENTREVISTADO 3

Pergunta 01: Qual a sua faixa etária?

Entrevistado 3: 36 anos.

Pergunta 02 - Qual é a sua escolaridade?

Entrevistado 3: Ensino superior completo.

Pergunta 03 - Qual seu Ramo de atividade profissional que você tem experiência?

Entrevistado 3: Na área de telecomunicações. Publicidade e Propaganda. Consultoria.

Pergunta 04 - Investir em ramo de atividades que tenho experiência?

Entrevistado 3: Não investiria. Anjo não investe apenas dinheiro.

Pergunta 05 - Você investe em Startup?

Entrevistado 3: Sim. Concordo totalmente.

Pergunta 06 - Em quantas?

Entrevistado 3: Já investi em doze.

Pergunta 07 - Já perdeu investimento em Startup?

Entrevistado 3: Sim concordo. Quase sempre. Em 98%

Pergunta 08 - Informe porque já fracassou:

Entrevistado 3: Não é bem a palavra um fracasso. Em alguns casos você perde dinheiro, e possui uma outra parcela que chamo de taxa de aprendizado, troca de conhecimento.

Pergunta 09 – O Valor do seu investimento em Startup é de quanto? Tenho aqui algumas alternativas: mais de R\$ 10.000,00, mais de R\$ 20.000,00, mais de R\$ 30.000,00, mais de R\$ 50.000,00

Entrevistado 3: Menos de R\$ 50.000,00.

Pergunta 10 – A Faixa etária do Empreendedor que você investe é: menor de 18; entre 18 e 21;

Entrevistado 3: É indiferente.

Pergunta 11 – Sua decisão de investir está condicionada em à formalização do negócio?

Entrevistado 3: Para colocar o dinheiro preciso de algum tipo de formalização. Para colocar dinheiro preciso do CNPJ.

Pergunta 12 - Você escolhe investir quando o modelo de negócio? prefere modelo de negócio, não se preocupa com o modelo...

Entrevistado 3: O modelo é extremamente necessário. Primeiro espero um modelo definido. Basta ser apresentado pelo método da tela de canvas.

Pergunta 13 - O tamanho ideal para equipe? é individual, de dois componentes; 3 ou mais componentes?

Entrevistado 3: Procuo Três perfis. Eles podem estar em duas pessoas ou em três...

Pergunta 14 - Por que você sugere esses três componentes?

Entrevistado 3: Preciso de investir no time do projeto.

Pergunta 15 - Só investe em Startup na região metropolitana da sua região?

Entrevistado 3: Hoje não mais, pela experiência de investidor.

Pergunta 16 - O fato de o produto da Startup está protegido por patente influencia positivamente na sua decisão de investir?

Entrevistado 3: Não discordo nem concordo.

Pergunta 17 - Você investe em grupo para reduzir o risco do investimento?

Entrevistado 3: Concordo plenamente. E administro dinheiro de fundo e de sindicatos.

Quanto maior o risco maior o lucro.

Quando o investidor está começando deve investir com o sindicato, onde o risco é reduzido e quando um ganha, todos ganham, quando um perde, todos perdem.

Quando temos o exemplo da corrida de cavalos e não entendemos apostamos como todo mundo aposta. A partir do momento que você estuda e refina você se especializa. Que é o meu caso. Prefiro investir fora do sindicato.

Pergunta 18 - Na sua opinião a probabilidade de fracasso de uma startup é:

tenho aqui alguns elementos para você sugerir:

1 - A motivação errada;

2 - A falta do plano/modelo de negócio;

3 - A falta de protótipo;

4 - A baixa aceitação do produto de mercado;

5 - O problema de gestão/execução do Empreendedor.

Entrevistado 3: Entendo que são dois motivos: 2 - A falta do plano/modelo de negócio; e 5 - O problema de gestão/execução do Empreendedor. O grande risco está na ausência de um modelo de negócio, projeto em que as pessoas não

entendem ou não dão valor, ou o contrário, um modelo que funciona está vendendo e faturando, mas a gestão operacional de suas atividades não funciona.

Pergunta 19 - A taxa de retorno que lhe faz investir em Startup:

Entrevistado 3: Acima de 100%. Preciso buscar múltiplos de 2.

Pergunta 20 - Você considera a indicação dos amigos para tomar decisão de investir em *Startup*?

Entrevistado 3: Sim concordo totalmente.

Pergunta 21 - Por que você as leva em consideração?

Entrevistado 3: Costumo acompanhar o máximo de indicações, ainda que não invista, mas temos a oportunidade de conhecer novos times, novos modelos.