

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

JOÃO BURKE PASSOS FILHO

**PERCEPÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCOS POR
INVESTIDORES-ANJOS EM *STARTUPS*:
UM ESTUDO MULTICASO**

São Paulo

2015

JOÃO BURKE PASSOS FILHO

**PERCEÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCOS POR INVESTIDORES-
ANJOS EM *STARTUPS*: UM ESTUDO MULTICASO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero

São Paulo

2015

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

B959p Burke, João
Percepção e mitigação de riscos por investidores-anjos em startups:
um estudo multicaso. / João Burke. - - São Paulo, 2015.
224 f.
Orientador: Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero.
Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares
Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.
1. Investidores (Finanças). 2. Administração de risco. 3. Investimentos.
4. Empreendedorismo – Investidores. I. Passos Filho, João Burke.
CDD 658.155

JOÃO BURKE PASSOS FILHO

**PERCEPÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCOS POR INVESTIDORES-ANJOS EM
STARTUPS: UM ESTUDO MULTICASO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. Marcos Hashimoto
Faculdade Campo Limpo Paulista

Prof. Dr. Gustavo Hermínio Salati Marcondes de Moraes
Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP

Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 18 de agosto de 2015.

Para Luisa, minha princesa; para Juliana, minha vida: pela compreensão e pelo apoio, nos anos mais felizes e transformadores de nossa trajetória.

AGRADECIMENTOS

Meus especiais agradecimentos aos meus pais e irmãos, pelo incentivo.

À FECAP e seus professores, pelo aprendizado.

Aos colegas de FECAP, representados por Ronaldo, pelos desafios intelectuais.

Ao Adolfo, à Rosângela, à Fabiana, à Sophia e demais amigos de Nehring e Associados Advocacia, pelo apoio e por assegurarem o cumprimento de formalidades à distância.

Ao Herbert Pinchuk e ao escritório Robinson, Sheppard, Shapiro s.e.n.c.r.l., pela oportunidade de defesa via Skype em Montréal.

Aos investidores-anjos entrevistados, pela valiosa colaboração e pela oportunidade única de aprendizado com suas experiências.

Ao orientador, Prof. Dr. Edson Barbero, pelos *insights* e pelas melhorias no rumo do trabalho.

Aos Prof. Drs. Hashimoto e Salati, pelas críticas e pelos aprimoramentos.

“There is only one big risk you should avoid at all costs, and that is the risk of doing nothing.”

Mark Kennedy
(emprededor e investidor-anjo).

RESUMO

O objetivo desse trabalho é estudar a percepção e a mitigação de riscos diversificáveis por investidores-anjos em seus investimentos em *startups*. Tal temática tem relevância no contexto do empreendedorismo no Brasil e no corpo teórico sobre o empreendedorismo e finanças. O volume de investimentos de tal natureza cresce no Brasil e, não obstante, há poucos estudos que versam sobre riscos neste contexto. Visando a atingir tais objetivos, realiza-se quadro resumo de riscos e 38 mecanismos correspondentes de mitigação apontados pela literatura, com proposta de classificação conforme fases do investimento-anjo e domínio de risco preponderante, bem como se efetua estudo exploratório com três investidores-anjos brasileiros experientes, seguindo roteiro semiestruturado, cujos dados empíricos são cruzados com as teorias pertinentes. A técnica de análise de dados utilizada é a análise de conteúdo. No que se refere aos resultados obtidos, conclui-se que fragmentos dos discursos dos entrevistados revelaram preocupações mais frequentemente relacionada aos riscos do domínio operacional, seguidos de riscos de mercado, financeiros e tecnológicos. No que tange aos 38 mecanismos de mitigação agrupados no presente trabalho, as respostas dos anjos apontam que a maioria das estratégias de mitigação colacionadas neste trabalho são corroboradas pela prática dos anjos entrevistados, pois 26 estratégias são endossadas por três ou dois dos entrevistados. Complementarmente, 10 das 38 formas de mitigação são endossadas por um dos anjos entrevistados; apenas duas das 38 formas de mitigação não encontram apelo junto aos entrevistados.

Palavras-chave: Risco. Investidor-anjo. *Startup*.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to study the perception and the mitigation of diversifiable risks by angel investors in their investments in startups. Such theme is relevant in the entrepreneurship context in Brazil, and in the theoretical body of knowledge on Entrepreneurship and Corporate Finances. Angel investment is growing in Brazil, although only a few studies about risks in such context are found. In order to reach such goals, this thesis presents a chart of risks and relevant mitigation procedures, and proposes relevant classification in accordance with the angel investment phases and prominent risk dominion, as well as an exploratory study with three experienced Brazilian angels, following a semi-structured script whose empirical findings are framed into the relevant theories. Adopted data analysis technique is content analysis. In terms of results, based on fragments extracted from the interviews, angels are mostly concerned with operational risks, followed by market, financial and technological ones. In what refers to the 38 mechanisms of risk mitigation gathered in this thesis, answers point the majority of risk mitigation strategies organized in this thesis are valid in the routine of interviewed experienced angels, since 26 mitigation mechanisms are avalized by three or two of the interviewed angels. Additionally, another 10 mitigation mechanisms out of the 38 are avalized by one of the interviewed angels; only two out of the mentioned 38 mitigation mechanisms are not adopted by any of the interviewed angels.

Keywords: Risk. Angel investor. Startup.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Fontes de recurso mais apropriadas durante o ciclo de vida da empresa.....	28
FIGURA 2 - Posicionamento do investimento-anjo quanto ao momento do investimento	29
FIGURA 3 - Fluxo de decisão do investimento-anjo.....	30
FIGURA 4 - Diagrama de percepção de risco.....	35
FIGURA 5 - Etapas do estudo de caso	62
FIGURA 6 - Estrutura do trabalho	79

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Consultas às bases Scholar Google, Scielo e Proquest ®	18
QUADRO 2 - Classificações de risco	41
QUADRO 3 - Estratégias de gerenciamento de risco	42
QUADRO 4 - Proposta de classificação de mecanismos de mitigação segundo fases do investimento-anjo e domínios de risco	56
QUADRO 5 - Perfil dos entrevistados	67
QUADRO 6 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - CONCORDÂNCIA TOTAL	72
QUADRO 7 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - CONCORDÂNCIA PARCIAL	74
QUADRO 8 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - DISCORDÂNCIA PARCIAL	75
QUADRO 9 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - DISCORDÂNCIA TOTAL	76

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

ABSTARTUPS – Associação Brasileira de *Startups*

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CNPq – Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico

EBTs – Empresas de Base Tecnológica

FFF – *founder, family and friends* (fundador, familiares e amigos)

GEM – *Global Entrepreneurship Monitor*

OECD - *Organisation for Economic Co-operation and Development* (Organização para
Cooperação e Desenvolvimento Econômico)

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

SGE – Semana Global do Empreendedorismo

VPL – Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	APRESENTAÇÃO DO TEMA	13
1.2	JUSTIFICATIVAS PRÁTICAS	15
1.3	JUSTIFICATIVAS ACADÊMICAS	17
1.4	PROBLEMAS DE PESQUISA.....	19
1.5	OBJETIVOS	20
1.6	DELIMITAÇÃO E ESTRUTURA DE ESTUDO.....	20
2	REVISÃO TEÓRICA	22
2.1	CONCEITO DE INVESTIDOR-ANJO	22
2.1.1	CARACTERÍSTICAS GERAIS DO INVESTIDOR-ANJO	25
2.1.2	FASES DO INVESTIMENTO-ANJO.....	28
2.2	EMPREENDEDORISMO NO BRASIL	31
2.3	FINANCIAMENTO DAS <i>STARTUPS</i>	32
2.4	RISCOS	34
2.4.1	CARACTERÍSTICAS DO RISCO	36
2.4.2	CATEGORIAS DE RISCO	39
2.4.3	MITIGAÇÃO DE RISCO.....	42
2.5	RISCOS APONTADOS PELA LITERATURA E MECANISMOS DE MITIGAÇÃO	44
2.5.1	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO	44
2.5.2	TEORIA DA AGÊNCIA.....	48
2.5.3	VIESES COMPORTAMENTAIS	49
2.5.4	RISCOS RELACIONADOS AO EMPREENDEDOR E À <i>STARTUP</i>	51
2.6	CATEGORIAS UTILIZADAS PARA AVALIAÇÃO DE PERCEPÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCO.....	53
2.6.1	DOMÍNIOS DE RISCO	53
2.6.2	DIMENSÕES DO RISCO.....	54
2.6.3	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	54
2.7	PROPOSTA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCOS APONTADOS PELA LITERATURA E MECANISMOS CORRESPONDENTES DE MITIGAÇÃO	54

3	METODO	61
3.1	PROCEDIMENTOS	61
3.2	INSTRUMENTO DE PESQUISA	65
3.3	CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS ENTREVISTADOS	66
4	ANÁLISE DAS RESPOSTAS FORNECIDAS PELOS ENTREVISTADOS.....	69
4.1	ANÁLISE DOS FRAGMENTOS DISCURSIVOS DE PERCEPÇÃO DE RISCO (COMO)	69
4.2	ANÁLISE DA IDENTIFICAÇÃO DOS ANJOS COM OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO APONTADOS PELA LITERATURA (DE QUE FORMA).....	71
5	CONCLUSÕES	77
	REFERÊNCIAS	84
	APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA	93
	APÊNDICE B – TRANSCRIÇÃO DE FRAGMENTOS DE PERCEPÇÃO DE RISCO IDENTIFICADOS NOS DISCURSOS DOS ENTREVISTADOS, CLASSIFICADOS SEGUNDO O DOMÍNIO PREPONDERANTE DE RISCO	101
	APÊNDICE C – COMPARAÇÃO DAS RESPOSTAS DOS ANJOS COM OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO APONTADOS PELA LITERATURA	107
	APÊNDICE D – ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 1 (IA1).....	133
	APÊNDICE E – ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 2 (IA2).....	168
	APÊNDICE F – ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 3 (IA3)	194

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA

Os temas empreendedorismo e investimento-anjo são de relevância no atual contexto brasileiro. Estudos indicam o crescimento da atividade empreendedora no país (SEBRAE, 2014a). Conforme a pesquisa *Global Entrepreneurship Monitor* (AMORÓS; BOSMA, 2013), 17% da população economicamente ativa brasileira (entre 18 e 64 anos) é empreendedora, o que o classifica na 17ª posição dentre as 67 economias estudadas pelo instituto.

Os recursos próprios do empreendedor que inicia sua *startup* podem não ser suficientes para o seu desenvolvimento. De acordo com Freear, Sohl e Wetzel (2002), há um abismo de disponibilidade de recursos semente do fundador, familiares e amigos (FFF) (até US\$100,000) e os investimentos feitos por fundos de *venture capital* (a partir de US\$2,000,000)¹. Outra razão para o desinteresse de fundos de *venture capital*, apontada pelos mesmos autores, é a dificuldade de comunicação e a falta da qualidade de informação prestada por empresas iniciantes. Essa mesma preocupação é apresentada por investidores-anjos (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002), porém estes se dedicam mais a transmitir conhecimento aos fundadores do que os fundos de *venture capital* (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006).

No Brasil, o cenário de restrição de financiamento não parece ser diferente. Boa parte dos empreendedores brasileiros tem pouco capital próprio e enfrenta dificuldades para obter financiamento estatal para o desenvolvimento de seus negócios. Os ambientes político e econômico brasileiros apresentam desafios que aumentam o grau de incerteza de investimentos. Nesse sentido, as iniciativas de financiamento advindas de investidores-anjos podem auxiliar no acesso ao capital (CALVOSA; FREITAS, 2008).

Para empresas em fase ‘*startup* propriamente dita’ (CALVOSA; FREITAS, 2008), uma alternativa de financiamento é o investidor-anjo (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006; ROBB; ROBINSON, 2010; SHANE, 2012), tanto para Empresas de Base Tecnológica

¹ Segundo Botelho, Didier e Rodriguez (2006), existem dois gargalos de investimento nos fundos de *venture capital*. O gargalo entre US\$500,000 e US\$2,000,000 seria o historicamente observável, enquanto dados mais recentes apontariam gargalo entre US\$2,000,000 e US\$5,000,000.

(EBTs) quanto para as demais empresas nascentes, mesmo que não tragam avanços científicos ou tecnológicos.

Afirmam Calvosa e Freitas (2008, p. 9): “o crescimento de iniciativas como a associação de investidores anjo pode se constituir numa forma de viabilizar empreendimentos que, de outra forma, a despeito das iniciativas governamentais, teriam grande dificuldade de obter capital.”

O investimento-anjo é uma atividade de risco, pois menos de 20% das startups sobrevivem para restituir ao investidor-anjo o capital por ele investido (WILTBANK; BOEKER, 2007). Para D’Ascenzo (2009, p. 6, tradução nossa) “[...] os investidores requerem uma fonte sustentável de fluxo negocial viável para assegurar a maior diversidade e qualidade de negócios dentre os quais escolher.”²

Do ponto de vista do investidor-anjo, é necessário ressaltar que, mesmo que os investidores-anjo sigam a tendência de investir em grupo (WILTBANK; BOEKER, 2007), os recursos investidos são pessoais. O investimento ocorre após a decisão de investir ou não, o que passa por processo de tomada de decisão.

No âmbito do investimento-anjo, o fluxo de informações é ineficiente (SOHL, 2003) e, como o processo de busca de capital demanda bastante tempo, essa ineficiência em se encontrar o investidor certo pode resultar em perda de oportunidades, tanto para o investidor quanto para o empreendedor. Enquanto contrato financeiro, o investimento-anjo também é afetado pela assimetria da informação detida pelo empreendedor e divulgada ao investidor (HART; MOORE, 1999; HART, 2001), pelo problema de agência (HART; MOORE, 1999; MYERS; MAJLUF, 1984) e pelo *trade-off* entre benefícios permitidos ao empreendedor e o retorno (ou diminuição de valor) para a empresa (AGHION; BOLTON, 1992). Sobre a dinâmica do investimento-anjo, contudo, a literatura aponta a necessidade de estudos acadêmicos, pois pouco se sabe sobre como tornar disponível o capital já existente nas mãos dos investidores-anjo, bem como o que seria necessário para converter anjos potenciais em investidores ativos (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002).

Há, em adição, elementos que apontam o crescimento dos investimentos de pessoas físicas em negócios nascentes de pequeno porte (MARTINS, 2014). Por fim, sobretudo diante da alta mortalidade de pequenas empresas (SEBRAE, 2010) e das incertezas econômicas típicas do ambiente brasileiro, nota-se a importância da discussão sobre riscos e sua

² [...] they require a sustained source of viable deal flow to ensure the highest diversity and quality of deals from which to choose.

mitigação. Tal aprofundamento sobre riscos em investimento anjo se posiciona também como de grande premência, pois por se tratar de pessoas físicas, percebe-se relativa ausência de apoio institucional e informacional e prática de métodos não estruturados de percepção e mitigação de riscos (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). O presente trabalho propõe-se a contribuir com a literatura sobre Empreendedorismo e Finanças Corporativas ao estudar empiricamente a percepção de risco por investidores-anjos em seus investimentos em *startups* e a forma como os mitigam.

1.2 JUSTIFICATIVAS PRÁTICAS

O investimento-anjo brasileiro cresceu 11% em 2014, tendo alcançado R\$688 milhões entre julho de 2013 e junho de 2014. O número de investidores subiu 9% (de 6.450 em 2013 para 7.060 em 2014). O potencial de investimento-anjo no Brasil é da ordem de R\$2,9 bilhões, segundo pesquisa efetuada pela entidade Anjos do Brasil e divulgada em novembro de 2014 (MARTINS, 2014). Em relação aos Estados Unidos (país usado como referência em virtude do termo ‘investimento-anjo’ ter nascido lá, como será detalhado na seção 2.1 deste trabalho), as cifras brasileiras são tímidas. Em 2010, o mercado americano já possuía cerca de 265.400 investidores-anjos e o mercado de investimento anjo era da ordem de US\$20,1 bilhões (AMERICAN CAPITAL ASSOCIATION, 2012). Não foi identificada literatura apontando as causas de tamanhas diferenças, nem a respeito da hipótese dos anjos brasileiros serem mais cautelosos que os estrangeiros, porém o NEP-FGV/RJ apontou que o empreendedor brasileiro é mais conservador que o investidor-anjo e tem receio de comprometer o controle de seus negócios (CALVOSA; FREITAS, 2008). Diz-se que o investimento-anjo brasileiro é mais recente que em outros países (CALVOSA; FREITAS, 2008), o que talvez influencie no tamanho do mercado correspondente.

A atualidade do tema pode ser demonstrada pela atenção dada pela mídia ao assunto e a quantidade de eventos que vem ocorrendo nos últimos anos. Por exemplo, a Semana Global do Empreendedorismo ‘SGE’(SEBRAE, 2014a) é um evento que se repete ano após ano desde 2008 em várias cidades do Brasil e ao redor do mundo, congregando diversas entidades empreendedoras. Alguns dados apontados no ‘Relatório de Impacto 2014’ da SGE ajudam a dimensionar a atualidade do tema: foram 42 comitês em 20 estados brasileiros, com o engajamento de mais de 500 parceiros, envolvimento do Poder Público, que executaram diversas atividades simultaneamente, durante uma semana do mês de novembro de 2014.

Do ponto de vista governamental, o empreendedorismo também tem recebido atenção. Criado pelo Governo Federal, o projeto *Start-Up* Brasil (CNPQ, 2014) seleciona empresas de base tecnológica para programa de duração de um ano e com obtenção de até R\$200.000,00 em bolsas de pesquisa.

A Fundação Dom Cabral efetuou levantamento do ecossistema brasileiro de *startups* em 2012, com dados coletados mundialmente pela OCDE para a parte quantitativa do estudo; os resultados indicam que 21,4% dos brasileiros tinham a intenção de empreender em 2007; número elevado a 36,5% em 2012. (ARRUDA; NOGUEIRA; COSTA, 2013).

Em fevereiro de 2015, havia 3031 *startups* cadastradas na Associação Brasileira de *Startups*, muitas das quais buscando apoio e financiamento de investidores-anjos (ABSTARTUPS, 2014).

A prosperidade econômica brasileira nos últimos anos é um dos fatores de propensão ao investimento-anjo. Não só a classe C teria experimentado aumento do poder de compra; indivíduos que já estavam no topo da pirâmide acumularam mais riqueza. A queda nas taxas de juros no período recente (anterior a 2015) encorajou investidores a procurar alternativas de investimentos, já que a renda fixa passou a ser menos atrativa. A disponibilidade de crédito também aumentou no Brasil nos últimos anos anteriores a 2013 (ARRUDA; NOGUEIRA; COSTA, 2013).

De acordo com Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008), a possibilidade de financiamento é aspecto essencial para que novas tecnologias sejam desenvolvidas. Os prazos de financiamento e os valores oferecidos pelas instituições financeiras no Brasil impõem sérias restrições ao financiamento de atividades em geral. Essas restrições são ainda maiores para as Empresas de Base Tecnológica em estágios iniciais em função das incertezas que as caracterizam, bem como pela baixa possibilidade de oferecimento de garantias por seus fundadores. As incertezas em inovações tecnológicas são tanto de ordem mercadológica (incerteza de mercado) quanto à incerteza técnica, por conta da possibilidade de fracasso da tecnologia em si (MEIRELLES; PIMENTA JÚNIOR; REBELATTO, 2008).

Estudo realizado pelo SEBRAE (2014b), baseado em entrevistas com 526 empresas brasileiras encerradas em menos de dois anos, mostra que a razão preponderante para a quebra (19%) foi falta de capital ou lucro. São outros fatores determinantes a falta de clientes (9%), problemas de planejamento e administração (9%)³.

³ Nessa amostra, 14% das quebras ocorreram porque o empreendedor ‘encontrou outra atividade’, o que parece estar mais relacionado com o chamado ‘empreendedor por necessidade’; o estudo não esclarece tal ponto.

Nos Estados Unidos, apenas 20% dos investidores qualificados efetivamente se tornam anjos ativos (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002). Para estes autores, o aprofundamento dos estudos sobre o investimento-anjo poderá fornecer orientação sobre o que se faz necessário para desbloquear os recursos e os conhecimentos de milhões de investidores-anjos latentes.

O risco existente em investimento em *startups* é influenciado pelas incertezas que caracterizam tal investimento. As companhias jovens são caracterizadas por ausência de histórico, pouca ou nenhuma receita, prejuízos operacionais e muitas não sobrevivem (DAMODARAN, 2009).

A consciência sobre os riscos envolvidos permite preparação; permite que sejam adotadas medidas para diminuir a chance de ocorrência do evento prejudicial, ou para ter à mão um plano de ação para recuperação (ZUR MÜHLEN; ROSEMANN, 2005).

Kim e Vonortas (2014) consideram ser de se esperar que firmas internamente adotem mecanismos de mitigação para riscos diversificáveis.

1.3 JUSTIFICATIVAS ACADÊMICAS

A importância de novos estudos acadêmicos sobre o investidor-anjo é apontada por Sohl(2003, p.25, tradução nossa):

O papel vital desempenhado por investidores-anjos vem sendo reconhecido, mas seu know-how e seu capital ainda são recursos de empreendedorismo amplamente inexplorados. O mercado de investimento privado ainda é amplamente subentendido, ineficiente e pouco pesquisado. Quanto mais aprendermos sobre investidores-anjos, mais questões de pesquisa surgirão. Contudo, ao se aplicar o rigor acadêmico a uma área de estudo específica, a pesquisa continuará a fazer progresso e fornecer informação valiosa para empreendedores, investidores e formuladores de políticas públicas.

O levantamento efetuado nas bases Scholar Google, Proquest e Scielo em 17 de fevereiro de 2015 não apontou a existência de nenhum estudo empírico com a abordagem ora proposta, como aponta o Quadro 1:

QUADRO 1 - Consultas às bases Scholar Google, Scielo e Proquest ®

BASE PESQUISADA	TERMO DE PESQUISA	RESULTADOS	RESULTADO CUJO CONTEÚDO MAIS SE APROXIMA À PRESENTE PROPOSTA	CONTEÚDO APROXIMADO À PRESENTE PROPOSTA
Scholar Google	“investimento-anjo e risco”	30 resultados	(CALVOSA; FREITAS, 2008)	Revisão bibliográfica constata “pouca bibliografia achada a respeito do tema”
Scholar Google	“ <i>businessangel risk</i> ”	9 resultados	(WETZEL, 1983)	Referência à propensão ao risco como uma característica do investidor-anjo.
Proquest®	“ <i>angel investment and the Market for angelinvestors</i> ”	23 resultados	(PROWSE, 1998)	Risco moral e seleção adversa em investimento-anjo
Scielo	“investimento-anjo”, “investidor-anjo”, “ <i>businessangel risk</i> ”, “ <i>angel investment risk</i> ”	Não foram encontrados resultados.	Não foram encontrados resultados.	Não foram encontrados resultados.

Fonte: elaborado pelo autor.

A necessidade particular de estudar riscos em investimento-anjo deriva da atividade, em si, ser arriscada, ou seja, o investidor-anjo precisa fazer decisões arriscadas para investir em *startups* sem histórico (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013) e sem liquidez (RAMADANI, 2009); a falta de percepção clara de riscos tanto por investidores-anjos quanto por empreendedores é uma barreira para maior desenvolvimento da atividade no Brasil (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006).

D’Ascenzo (2009, p. 15, tradução nossa) entende que:

[...] empreendedores e investidores combinam motivações e recursos para criar retornos de alto crescimento e de alto investimento para novas ideias e inovações ao longo do tempo. Investidores-anjos são indivíduos privados com alto patrimônio e paixão pelo desenvolvimento de novas empresas.⁴

Em resumo, a literatura sobre investimento-anjo cruza as perspectivas teóricas a respeito de empreendedorismo e de gerenciamento de capital de risco.

⁴ “[...] entrepreneurs and investors combine motivations and resources to create high-growth and high-investment returns for new ideas and innovations over time. *Business angels* are private individuals with a high net worth and a passion for growing new enterprises.”

Na literatura sobre investimento-anjo, há muitos estudos sobre critérios mais frequentemente adotados por investidores-anjos para selecionar seus investimentos em *startups*, como informam Freear, Sohl e Wetzel (2002). Por exemplo, Van Osnabrugge e Robinson (2000) elaboraram ranking composto por tabelas referentes à seleção de investimento (21 critérios), características do empreendedor (5 critérios), características do produto ou do mercado (5 critérios), preocupações financeiras (5 critérios) outros atributos negociais (5 critérios). No que se refere à tomada de decisão de investimento com base nas características do empreendedor, pode-se citar o estudo de Sudek (2006), que comparou as respostas de 72 anjos da Califórnia com o ranking de 21 critérios de seleção adotados por investidores-anjo elencados por Van Osnabrugge e Robinson (2000), mas encontrou resultados divergentes.

Para Calvosa e Freitas (2008), há pouca bibliografia tratando diretamente do tema de investimento-anjo. Botelho, Didier e Rodriguez (2006) concluem que há ausência de uma percepção clara a respeito dos riscos, tanto por investidores-anjos, quanto por empreendedores. A resposta para diversas questões a respeito de investimento-anjo exigirá estudos sistemáticos e criativos (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002).

Há esforço multidisciplinar no presente estudo, que se justifica em razão da literatura sobre o tema se apresentar de modo fragmentado em disciplinas como Finanças Comportamentais, Teoria de Diversificação de Carteiras, Investimento-Anjo, *private equity* e Gerenciamento de Risco.

A combinação dos aspectos teóricos acima resumidos com as entrevistas a serem conduzidas em estudo de caso com investidores-anjos pretende contribuir do ponto de vista acadêmico, identificando como os investidores-anjos percebem os riscos em seus investimentos e de que forma os mitigam, com aplicações acadêmicas e profissionais.

1.4 PROBLEMAS DE PESQUISA

O presente estudo propõe duas questões relacionadas ao investimento-anjo:

- a) Como os investidores-anjos percebem o risco em suas iniciativas?
- b) De que forma os investidores-anjos mitigam os riscos percebidos?

Com tais perguntas, o presente estudo buscará verificar o risco em investimento-anjo, em termos da percepção e da atitude do anjo frente à incerteza, com base nos dados empíricos coletados com alguns investidores.

A primeira questão de pesquisa proposta nesse estudo, consistente em ‘como o risco é percebido’, está embasada na percepção do risco pelo investidor-anjo, assim entendida com base na literatura resumida por Sitkin e Pablo (1992), para quem o risco é uma característica das decisões sobre as quais há incerteza sobre os resultados potencialmente significativos ou frustrantes de uma decisão a ser tomada.

Quanto à segunda questão de pesquisa ora proposta, consistente em ‘de que forma os riscos percebidos são mitigados’, busca-se fazer estudo das estratégias de mitigação de risco sugeridas pela literatura em comparação às medidas adotadas na prática por investidores-anjos.

Segundo Yin (2014), o estudo de caso seria o procedimento científico aplicável às perguntas do tipo ‘como’ e similares, sobre fenômenos contemporâneos e sobre os quais o pesquisador tem pouca ou nenhuma influência. O estudo de caso múltiplo é efetuado com três investidores-anjos, selecionados por serem investidores-anjos brasileiros experientes e que podem contribuir com profundidade ao presente estudo qualitativo. Os entrevistados possuem perfil superior às características médias dos investidores-anjos estrangeiros, identificadas por Van Osnabrugge e Robinson (2000), como será exposto no capítulo de Método.

1.5 OBJETIVOS

O objetivo desse estudo é contribuir para a literatura ainda incipiente sobre investidores-anjo no Brasil, no que se refere ao risco enfrentado em investimentos.

O presente estudo busca:

- a) avaliar como os investidores-anjos brasileiros percebem os riscos em suas iniciativas;
- b) identificar de que forma os investidores-anjos mitigam os riscos percebidos.

Com isso, propõe-se contribuição prática e acadêmica sobre mitigação de risco para investidores-anjo em seus investimentos em *startups*.

1.6 DELIMITAÇÃO E ESTRUTURA DE ESTUDO

Esse estudo se limita ao estudo de casos múltiplos da percepção de risco por investidores-anjos em seus investimentos em *startups*, bem como à comparação dos mecanismos de mitigação por eles adotados com aquelas esparsas na literatura. O presente estudo de casos múltiplos tem função exploratória, em vista da escassez da literatura

específica a respeito de comportamento de investidores-anjos frente ao risco. O estudo de casos é aplicável a questões de pesquisas do tipo ‘como’, em que não se exige controle sobre os eventos comportamentais e que focalizam acontecimentos contemporâneos (YIN, 2014).

Quanto à estrutura, o presente estudo está dividido em cinco capítulos.

No Capítulo 1 justifica-se o tema por conta de sua atualidade, delimita-se o tema a ser estudado, a saber, a percepção de risco e as atitudes de mitigação adotadas por investidores-anjo em seus investimentos em *startups*, em que o risco é elemento constituinte. O Capítulo 1 também define alguns termos conceituais, apresenta o objetivo do estudo, as questões de pesquisa e a estrutura do estudo.

No Capítulo 2 faz-se revisão teórica dos principais aspectos referentes ao investimento-anjo, à teoria de Finanças Corporativas no que se refere à assimetria de informação, ao risco, à influência dos aspectos de Finanças Comportamentais sobre o comportamento diante do risco e à mitigação de riscos. O mesmo capítulo informa as categorias de risco adotadas no presente estudo e busca sistematizar os riscos apontados de forma dispersa na literatura pesquisada (sobre *startups*, investimento-anjo e *venture capital*) e os mecanismos de mitigação sugeridos pelos mesmos autores pesquisados.

No Capítulo 3, é apresentado o método de estudo proposto para responder às questões de pesquisa.

O Capítulo 4 fará o resumo das respostas obtidas dos investidores-anjos e sua comparação com os achados da literatura, referidos no Capítulo 2. A análise dos resultados será amparada por ferramental teórico de análise de conteúdo, nos termos propostos por Bardin, Reto e Pinheiro (1979).

O Capítulo 5 trará as conclusões gerais sobre o estudo e as sugestões de estudos futuros. Ao final, serão incluídas as transcrições das entrevistas e as referências. Poderão ser omitidos dados ou informações que permitam a identificação dos entrevistados.

2 REVISÃO TEÓRICA

A presente seção apresenta a revisão teórica a respeito de investimento-anjo, Finanças Comportamentais, *venture capital* e empreendedorismo.

2.1 CONCEITO DE INVESTIDOR-ANJO

Atribui-se o termo ‘investidor-anjo’ aos mecenas norte-americanos da década de 1920 que permitiram a realização de espetáculos da Broadway (CALVOSA; FREITAS, 2008). Há, contudo, distinção em relação ao mecenato tradicional, assim entendido como o apoio dado por nobres a alguns artistas durante a História, com destaque para a Idade Média: os mecenas da Broadway enxergavam o espetáculo também como negócio, capaz de gerar lucro para os participantes do empreendimento, além do diletante interesse na arte em si (RAMADANI, 2009).

Não era só por arte que os investidores-anjos contemporâneos se interessavam. *Bell Telephones* foi fundada em 1874 com apoio de investidores-anjos. *Ford Motor Co.* recebeu capital de cinco investidores-anjos em 1903. *Apple Computer* recebeu aporte de investidor-anjo em 1977 (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

O investidor-anjo é alguém que conquistou sucesso financeiro e está disposto a ajudar iniciantes e, preferencialmente, auferir lucro (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Para Shane (2012), o investidor-anjo é a pessoa física que fornece capital oriundo de seus próprios recursos, para uma entidade privada, pertencente e gerida por quem não pertença nem à sua família ou grupo de amigos, sob a forma de investimento direto ou empréstimo. Para Van Osnabrugge e Robinson (2000), nem sempre é fácil para o empreendedor distinguir investimento-anjo de investimento de amigos e familiares.

O investidor-anjo trilhou seu caminho, montou uma empresa e enriqueceu (D’ASCENZO, 2009). Conquistou estabilidade financeira e quer voltar à atividade, para sentir a adrenalina das incertezas que cercam o início de um empreendimento (RAMADANI, 2009). Tem, contudo, a segurança financeira que lhe permite arriscar pequena parte de seu patrimônio; tem a experiência para lidar com as incertezas do novo empreendimento; tem uma rede de contatos que lhe permitirá melhor selecionar as empresas em que investirá, bem como propiciará o *networking* necessário para desenvolver o novo projeto. Sabe que o retorno pode ser alto, portanto o risco também é. Não pretende permanecer indefinidamente com o

investimento, portanto busca definir suas estratégias de saída antes mesmo de iniciar o investimento (MAHAPATRA, 2014).

Estabelecer uma estratégia razoável de saída é um dos ingredientes mais importantes do investimento-anjo (SUDEK, 2006). Quanto às estratégias de saída, a literatura aponta para a necessidade de se prever o tempo para desinvestimento e o retorno desejado (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), antes mesmo de se tomar a decisão de investir. Como resume Ramadani (2009, p. 4, tradução nossa):

Portanto, investidores-anjos correspondem a investidores privados que, em sua atividade profissional adquiriram riqueza e experiência e estão dispostos a investir em novas pequenas e médias empresas, a fim de ajudar jovens empreendedores e receber lucro simultaneamente.

Investidores-anjos usualmente tiveram carreira de sucesso, mas, agora, por conta de sua idade ou outra razão, não podem mais se dedicar diretamente a seus negócios. Em seus pensamentos, há sempre o moto ‘ainda mais a conquistar’. Esta atitude pode ser sempre acompanhada da possibilidade de se perder bastante dinheiro, mas não os impede de aceitar o desafio.⁵

De acordo com D’Ascenzo (2009), investidores-anjos são pessoas físicas que investem seu próprio capital privado e outros recursos pessoais diretamente em empresas em fases iniciais.

Afirmam Freear, Sohl e Wetzel (2002, p. 278): “Anjos são fornecedores significativos de capital de risco em estágios iniciais de uma empresa.”⁶

Para a OECD, investidores-anjos são (ARRUDA; NOGUEIRA; COSTA, 2013):

[...] indivíduos que alocam sua experiência em negócios, bem como seu próprio capital e frequentemente exercem papéis-chaves nos estágios de formação de novas empresas. O papel dos investidores-anjos nas finanças de novas empresas parece estar aumentando e crescentemente vem sendo reconhecido como uma conexão vital na cadeia de financiamento.⁷

O investimento-anjo é muitas vezes chamado de *smart money* exatamente por aportar capital, rede de relacionamentos (fornecedores e clientes potenciais), orientação, planejamento e experiência (D’ASCENZO, 2009), ou seja, o investimento-anjo teria o

⁵ So, business angels represent private investors who, during their active work, have gained wealth and experience and are ready to invest them in new small and medium enterprises in order to help the young entrepreneurs and receive profit simultaneously. Business angels have usually had a successful career, but now because of their age or some reason they cannot devote themselves to their business anymore. In their thoughts there is always one motto present “there is still more to be earned”. This attitude of theirs can always be accompanied by the possibility of losing a lot of money, but that does not prevent them from accepting the challenge.

⁶ Angels are significant suppliers of equity risk capital at the early stages of an entrepreneurial venture's life.”

⁷ “[...] individuals who commit business experience as well as their own capital often play key roles in formative stages of firm's life. The role of business angels in early-stage finance appears to be growing and is increasingly recognized as a vital link in the financing chain.

potencial de ajudar a suprir os motivos determinantes das quebras de empresas nascentes. O investidor-anjo agrega valor ao investimento, ao aportar de graça habilidades pessoais de negócios em empresas nascentes; normalmente, o investidor-anjo é profissional experiente e, se não fosse pelo investimento-anjo, dificilmente a *startup* teria condições de custear o acesso a tal conhecimento (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). O investidor-anjo aporta capital e apoio ao investimento, além de aportar o seu próprio renome, o que será uma vantagem para a *startup*, tanto para captação de novos investidores, parceiros e clientes (SPINA, 2015). Diferentemente do *venture capital*, o investimento-anjo aporta dinheiro e esforços pessoais para o desenvolvimento de novas empresas, ou seja, experiência empresarial, êxito em startups anteriores e o desejo de participar do desenvolvimento de novas *startups* são características que definem o investimento-anjo (D'ASCENZO, 2009) e ajudam a conceituar o *smart money*.

Uma das questões relacionadas ao conceito de *smart money* é a disponibilidade de tempo do anjo. O anjo quer se envolver ativamente no desenvolvimento das *startups* em que investe; como o anjo costuma investir em várias empresas simultaneamente, Van Osnabrugge e Robinson (2000) apontam que a necessidade de monitoramento e a proximidade geográfica do investimento são fatores relevantes. Para mitigação destes riscos, os autores sugerem que o investimento seja feito em localidades próximas (uma hora de carro), bem como reuniões periódicas, reportes financeiros e a nomeação de investidor-líder. Se o projeto de investimento, contudo, exigir tempo demais do investidor por ainda não estar maduro para receber investidores, (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001), uma alternativa seria postergar a decisão de investimento até que o projeto esteja mais bem estruturado. O mesmo raciocínio se aplica à equipe que, se incompleta ou fraca, representa risco operacional, o qual pode ser mitigado com a contratação e o treinamento de pessoal (KIM; VONORTAS, 2014).

O relacionamento que passará a existir entre investidor-anjo e o empreendedor pode se beneficiar da confiança entre os dois; em outras palavras, há risco decorrente da dificuldade de relacionamento e de quebra de confiança. Para favorecer a confiança, é importante que os dois lados se esforcem para melhorar a comunicação (BAMMENS; COLLEWAERT, 2012). É importante frisar, contudo, que um empreendedor de difícil trato pode dissuadir o investidor de participar do negócio (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001).

Costuma-se relacionar o investimento-anjo com empresas de Internet talvez em razão da grande disponibilidade deste dado na mídia, mas, em termos mundiais, os investidores-anjos investem em setores bastante diversificados, tais como biotecnologia e saúde, construção de iates e lavanderias (RAMADANI, 2009). Apesar da diversidade de interesses, o

investidor-anjo prefere investimentos que gerem inovação tecnológica (CALVOSA; FREITAS, 2008). Nesse sentido, tanto a sensibilidade do anjo em relação ao risco, bem como a exigência de um anjo com conhecimento no ramo da *startup* que receberá investimento são apontados como formas de mitigação do risco na fase inicial da startup e também de aumentar a probabilidade dos anjos acompanharem futuros aportes de capital que se fizerem necessários (D'ASCENZO, 2009).

Recomenda-se que o empreendedor avalie as competências e o nível de tolerância do grupo de anjos antes de solicitar investimento (D'ASCENZO, 2009). Complementarmente, entrevistar o empreendedor em conjunto com um *expert* independente seria uma forma de mitigar o risco de tecnologia nova e não testada (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Investimento em marketing para familiarizar o consumidor com uma tecnologia nova também poderia mitigar tal risco, uma vez efetivado o investimento (KIM; VONORTAS, 2014).

No que se refere ao desenvolvimento da *startup*, haveria risco decorrente da demora para a empresa criar receita por conta própria e ficar sujeita à pressão da concorrência. A contratação de equipe de vendas e o investimento em melhorias contínuas poderiam mitigar tal risco (KIM; VONORTAS, 2014).

Por fim, quanto ao prazo em que os aportes do investimento-anjo são efetuados, recomenda-se que empreendedor e investidores estabeleçam cronograma para a integralização de valores (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), conforme metas forem sendo atingidas, de modo a se evitar o risco do dinheiro ser mal gasto, se ficar imediatamente disponível para a *startup*, bem como para estimular o empreendedor a cumprir os projetos.

2.1.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS DO INVESTIDOR-ANJO

Quanto às características gerais do investidor-anjo (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002, p. 279, tradução nossa):

Anjos são predominantemente homens, prósperos, que construíram riqueza com seu próprio trabalho, na casa dos quarenta anos ou mais, com tendência a investir nas áreas em que enriqueceram. Eles investem mais do que por mero retorno financeiro, embora este seja um fator importante. Exemplos de outras motivações incluem: a alegria e a excitação de se envolver com o crescimento de novas empresas, criação de empregos, renovação urbana, bem como ajudar mulheres empreendedoras e outras minorias. Eles esperam se envolver ativamente nas empresas em que investem, na qualidade de consultores informais de membros da diretoria. Consequentemente, preferem investir em empresas perto de suas casas, tipicamente a (menos de) um dia de viagem de carro. Eles tendem a mostrar clara preferência por empresas lastreadas em tecnologia. [...] Eles investem pacientemente, por pelo menos de 5 a 7 anos (frequentemente mais), embora as cláusulas de saída do investimento estejam comumente previstas no contrato inicial de investimento. A cada ano, eles analisam seriamente e rejeitam duas ou três oportunidades de investimento; aceitam,

no máximo, uma ou duas oportunidades por ano. Percebem diferenças significativas de risco entre as fases iniciais e as fases posteriores de um investimento, e essas diferenças refletem nas expectativas de retorno. Frequentemente, expressam insatisfação com os pobres canais de comunicação com os empreendedores. [...] A tendência de formação de investimento em grupo tem escalado nos anos recentes.

As características gerais dos investidores-anjos, apontadas acima, também são mencionadas por outros autores. Por exemplo, Ramadani (2009) elenca:

- a) Indivíduos ricos: a disponibilidade de recursos pessoais é um pré-requisito para se tornar investidor-anjo;
- b) Investimento de recursos pessoais e não de terceiros; este traço os distingue de fundos de capital de risco, cujos recursos vem de universidades, bancos, fundações, dentre outros, que possuem missão institucional de investir em empreendimentos menos arriscados;
- c) Investidores-anjos tomam decisões arriscadas: por terem histórico de sucesso, sentem-se aptos a tomar decisões com alta dose de risco, mas é importante destacar que nem sempre possuem o conhecimento necessário ou a competência para o gerenciamento de novas empresas;
- d) Investem localmente, nas proximidades de sua cidade (até 100 milhas de casa ou do trabalho), ou entre uma e duas horas de carro;
- e) Investem em empresas que não estão listadas em bolsa de valores: apesar da falta de liquidez dos investimentos, investem apenas entre 5% e 15% do seu patrimônio pessoal em diferentes empresas, portanto, se uma falir, não perderão muito.⁸

Há, também, a característica de preferência por investimento em conjunto com outros anjos. Haveria algumas vantagens para o investimento-anjo em grupo: um anjo se tornará o líder e a principal interface entre o grupo de anjos e os empreendedores; os investidores podem selecionar grupos para investir de acordo com a afinidade com o tema; o investimento em grupo diminui a necessidade de aporte individual e permite que o investidor diversifique seu portfolio, diminuindo, assim, seu risco(D'ASCENZO, 2009).

Quanto ao investimento em grupo, há que se destacar que tal estratégia favorece tanto investir em conjunto de forma diversificada, com menor alocação individual de recursos de cada investidor-anjo (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008), quanto para criar ambiente profissional de gerenciamento de investimentos (D'ASCENZO, 2009). O investimento em

⁸ O autor não menciona textualmente, mas está, evidentemente, implícita a ideia de diversificação de investimento em mais de uma *startup*.

grupos formalmente organizados apresenta vantagens em relação ao investimento individual, informal ou sem experiência; alguns grupos chegam a solicitar que o anjo ingressante tenha conhecimento específico na indústria em que serão aportados recursos, portanto a participação de anjos em grupos seria uma forma de “profissionalização” capaz de melhorar a forma como o investimento-anjo é realizado (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008). Complementarmente, o investimento em grupo permite que os anjos se encontrem periodicamente, entre si e em conjunto com o empreendedor, a fim de fornecer periodicamente *feedback* e mentoria (D’ASCENZO, 2009).

Ao buscar um investidor-anjo, é fundamental que o empreendedor tenha motivos claros sobre o interesse no conhecimento específico daquele investidor-anjo e saiba em que a participação daquele anjo trará benefícios à *startup*.

Cabe ao empreendedor optar por anjos que tenham familiaridade com o tipo de investimento para diminuir o risco de mercado, focalizado pelo investidor-anjo (D’ASCENZO, 2009).

A característica de investimento em grupo também é apontada por Freear, Sohl e Wetzel (2002, p. 281): “Observamos que os anjos tipicamente investem em grupos. Encontre um anjo e você terá encontrado meia-dúzia ou mais deles.”⁹

Apesar da possibilidade de investimento em grupo, o investimento-anjo decorre tipicamente de uma decisão pessoal de participar ou não do investimento aprovado pelo comitê de seleção do grupo de anjos (D’ASCENZO, 2009).

A experiência de cada anjo ao longo de sua trajetória representa a sua curva de aprendizado, normalmente custosa, sobretudo no primeiro investimento-anjo realizado. Para diminuir o risco de investimentos feitos por anjos ainda inexperientes, pesquisas apontam que anjos recomendam a realização de maior trabalho de seleção e análise (*due diligence*), menos pressa na hora de investir, mais atenção aos termos dos contratos de investimento, dentre outras cautelas (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

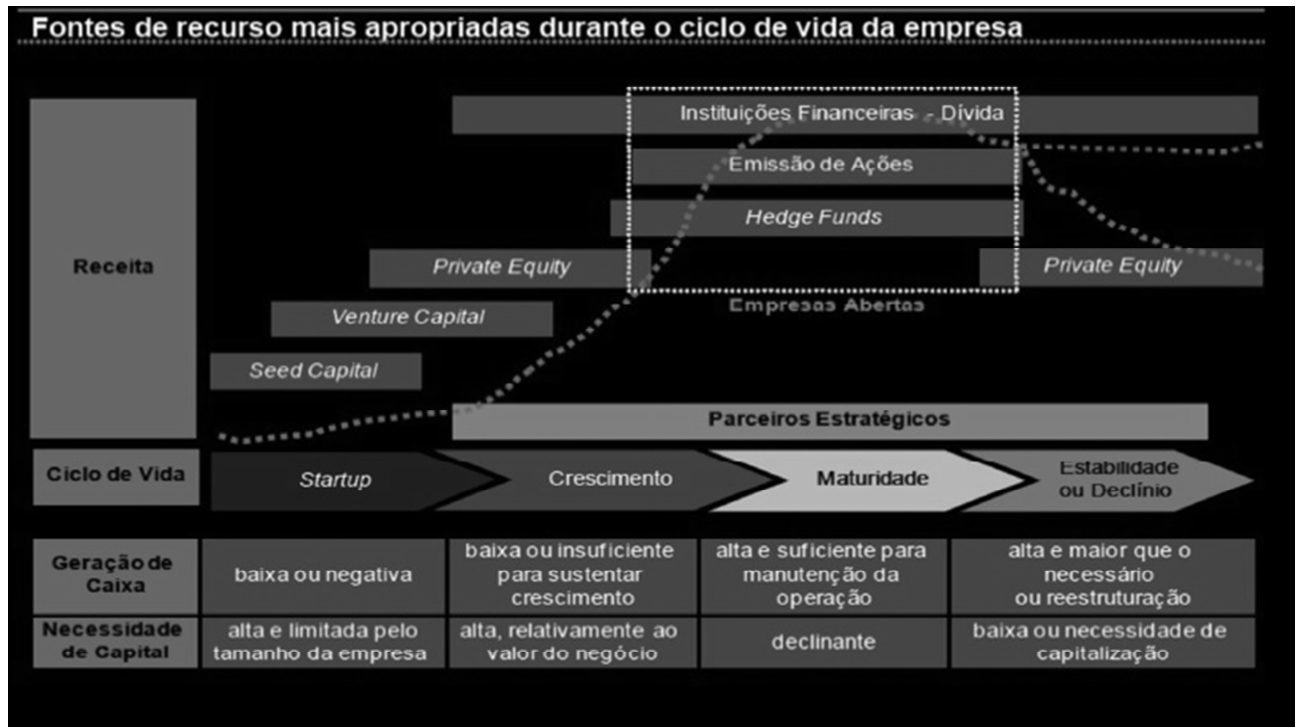
Quanto à inexperiência do empreendedor, o fornecimento de auxílio efetivo (mentoria, *feedback*) também é benéfico para o desenvolvimento da *startup* (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

⁹ “We find that angels typically invest in clusters. Find one angel and you have found half a dozen or more.”

2.1.2 FASES DO INVESTIMENTO-ANJO

Conforme ilustra a BOVESPA (Figura 1), em estudo realizado em parceria com PwC e Bain, a *startup* representaria um dos primeiros estágios de vida de uma empresa, que se caracteriza por geração de caixa baixa ou até negativa, mas cuja necessidade de capital é alta:

FIGURA 1 - Fontes de recurso mais apropriadas durante o ciclo de vida da empresa



Fonte: BM&F BOVESPA (2011, p. 10).

A divisão das fases iniciais de uma empresa, proposta por Ramadani (2009, p.9, tradução nossa), torna mais clara esta distinção:

- seed stage* (pré-operacional): apenas uma ideia na cabeça do empreendedor, que precisa ser testada, desenvolvida e provada;
- start-up*¹⁰: ideia testada já permite preparativos para comercialização; dura menos de um ano;
- early-stage*: comercialização de produtos ou serviços em vigor, apesar de não necessariamente gerar lucro; pode durar até cinco anos;
- later stage*: empresa na fase de maturidade, já lucrativa e em expansão.

¹⁰ O autor usa hífen; a maioria da literatura adota '*startup*'.

Van Osnabrugge e Robinson (2000) adotam a seguinte nomenclatura, com o mesmo sentido e sequência de fases: *seed – start-up – early growth – established*.

Para Ramadani (2009) o investimento-anjo norte-americano se concentra mais nas duas fases iniciais e também ocorre no chamado *early stage*; a título comparativo, investidores-anjos suecos preferem investir no *later stage*, de acordo com o autor. A literatura de *venture capital* também aponta a fase de capital-semente como anterior à fase *startup*(CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006;MAGALHÃES, DAUDT; PHONLOR, 2009), porém alguns autores sobre investimento-anjo classificam o capital-semente como fase posterior à *startup*. Pela definição de Spina (2015, p. 35), o capital-semente consiste em:

“[...] fundos de investimento, estruturados por um gestor e por um administrador, que utilizam recursos de terceiros, normalmente obtidos junto a órgãos e a agências governamentais que tenham interesse em incentivar o desenvolvimento de negócios no país, tais como o BNDES, Finep, Sebrae etc.”

A representação gráfica torna mais clara a classificação de fases adotada pela literatura de investimento-anjo:

FIGURA 2 - Posicionamento do investimento-anjo quanto ao momento do investimento



Fonte: Anjos do Brasil (2015).

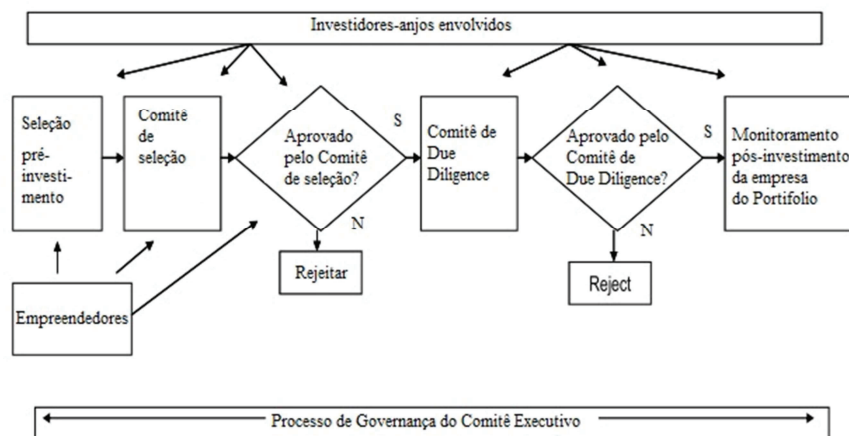
Uma forma de conciliar a divergência de classificação acadêmica ora apontada seria a seguinte: a fase *startup* é subdividida em ‘*seed stage*’ (fase de negociação com investidores, em que a ideia precisa ser provada e um protótipo é desenvolvida) e ‘*startup* propriamente dita’ (desenvolvimento do produto e marketing inicial), conforme Calvosa e Freitas (2008). O presente estudo adota tal proposta teórica, igualmente amparada em Wetzel (1983), para quem os investidores-anjos são, historicamente, a principal fonte externa de capital-semente.

O fluxo do investimento-anjo através de um grupo de investidores, estudado por D'Ascenzo (2009) será utilizado como base para identificação das fases necessárias ao investimento-anjo. O autor o divide nas seguintes fases operacionais estratégicas:

- a) Governança: comitê executivo, cuja função é assegurar que a estratégia, os processos negociais e o financiamento estejam de acordo com as regras pré-estabelecidas – aplicável apenas para o investimento-anjo feito através de associações ou organizações formais; esta fase antecede e permeia todas as demais, pois se refere às características do investidor-anjo e os cuidados que deve ter na condução de seus negócios;
- b) Seleção de investimento: seleção de negócios potenciais, a partir do interesse de *startups* em obter financiamento;
- c) *Due diligence*: análise de dados para verificação de contingências;
- d) Decisão de investimento: se não houver severas restrições apontadas na *due diligence*, o investidor-anjo pode decidir investir;
- e) Monitoramento após o investimento: o investidor-anjo aporta capital, conhecimento e *networking*, portanto precisa acompanhar o desempenho da *startup*.

O fluxo de decisão do investimento anjo é apresentado na Figura 3:

FIGURA 3 - Fluxo de decisão do investimento-anjo



Fonte: D'Ascenzo (2009, p. 153, tradução nossa).

A Figura3 permite a visualização dos momentos decisivos do investimento-anjo e servirá de apoio para a contextualização das estratégias de mitigação de risco encontradas na literatura e listadas no Quadro 4 desse trabalho.

2.2 EMPREENDEDORISMO NO BRASIL

Segundo Aidar (2010), o empreendedor vivencia quatro etapas ao longo do empreendimento:

- a) empreendedores potenciais – aqueles que ainda estão concebendo o negócio ou buscando os recursos necessários;
- b) empreendedores nascentes – atividades iniciadas, mas ainda sem retorno financeiro aos empreendedores;
- c) empreendedor novo – empreendimento iniciado e remunerando o empreendedor, mas com vida inferior a 42 meses (segundo o GEM (2013), esse é o prazo em que se verifica a maior mortalidade dos empreendimentos);
- d) empreendedor estabelecido – empreendimento que resistiu aos 42 meses de vida e continua remunerando o empreendedor.

Desde 2003, o SEBRAE acompanha os dados de mortalidade das jovens empresas brasileiras em estudos específicos, denominados “monitoramento da sobrevivência e da mortalidade das empresas brasileiras” (SEBRAE, 2010).

Segundo o SEBRAE (2010), 37% das empresas paulistas não passavam de dois anos de vida e 58% não sobreviviam ao 5º ano.

Quanto ao crescimento da atividade empreendedora, o SEBRAE (2014b) mostra que em 2008, foram registradas 188,8 mil empresas novas em São Paulo. Em 2009, com a desburocratização veiculada pela possibilidade de registro sob a forma de Micro Empreendedor Individual (MEI), os registros foram de 196,6 mil perante a JUCESP sob a forma tradicional e 143,0 mil sob a modalidade MEI. Em 2010, registraram-se 201,8 da forma tradicional e 230,0 MEI. Em resumo, nota-se crescimento nos registros tanto de novas empresas em São Paulo sob a forma tradicional quanto sob a modalidade desburocratizada MEI.

Em relação à grande quantidade de empresas nascentes, há que se destacar que existem, essencialmente, duas espécies de empreendedor: aquele que empreende por necessidade (sobrevivência, decorrente da exclusão ou dificuldade de inserção no mercado de trabalho) e aquele que empreende por vocação, por paixão, por identificar uma oportunidade de mercado ou por buscar retorno melhor do que conseguiria em uma relação de emprego, segundo a pesquisa *Global Entrepreneurship Monitor 2013* (AMORÓS; BOSMA, 2013). A pesquisa de 2003 apontava que 42% dos empreendedores brasileiros empreendiam por

vocação; no estudo de 2013, são praticamente 70%, ou seja, teria diminuído bastante o número de empreendedores brasileiros por necessidade.

Empreender no Brasil não é tarefa fácil. Segundo a pesquisa *Ease of Doing Business* 2015, realizada anualmente pelo World Bank (WORLD BANK, 2015), com dados de junho de 2014, o Brasil ocupava o 120º lugar em ranking de facilidade em se fazer negócios, dentre os 189 países estudados. Haveria, portanto, 119 outras jurisdições mais amigáveis ao empreendedorismo no mundo, segundo a pesquisa da entidade, que coletou dados em São Paulo e no Rio de Janeiro. O Brasil subiu três posições no ranking, em relação ao ano anterior. Mesmo assim, são necessários 12 procedimentos em São Paulo e 102 dias apenas para se oficializar uma empresa, enquanto a média da OECD é de 4,8 procedimentos e meros 9,2 dias.

2.3 FINANCIAMENTO DAS *STARTUPS*

As dificuldades enfrentadas por empresas brasileiras em seus estágios iniciais podem ser sintetizadas da seguinte forma:

Empresas nascentes têm inúmeras dificuldades para estabelecer-se em seus mercados: desde o desconhecimento de especificidades regulatórias de seu setor, até a falta de experiência em lidar com clientes e aspectos técnicos dos produtos ou serviços ofertados. Além disso, a esmagadora maioria das empresas nascentes tende a ser muito pequena, trazendo, portanto, maiores custos devido a sua baixa escala e menor poder de negociação ante fornecedores e clientes de maior porte. (MIZUMOTO et al. 2010, p. 344)

Referidos autores informam que três elementos poderiam apontar para as razões de sucesso ou insucesso de uma empresa: capital humano, capital social (entendido como recursos que podem ser acessados pela rede de contatos do empreendedor; abrange a possibilidade de acesso a financiamentos com baixo custo e informações sobre oportunidades de financiamento) e práticas gerenciais, apesar da constatação de que, isoladamente, nenhuma dessas variáveis explica o fracasso de um empreendimento. A dificuldade de financiamento e a falta de lucro são apontadas como o principal fator de quebra das empresas nascentes brasileiras (SEBRAE, 2014b).

Há alternativas de financiamento para o empreendedor (SHANE, 2012), cada uma com vantagens mais apropriadas a cada momento do empreendimento:

- a) bancos (linhas de crédito);
- b) investidores institucionais – captam recursos e investem em empresas, tendo a missão institucional de buscar retorno (fundos de *private equity* e *venture capital*).

- c) investidores informais – pessoas físicas que investem seus próprios recursos – nesta categoria, estariam os fundadores, família e amigos (*FFF*) e investidores-anjos.

O financiamento da atividade empreendedora através de linha de crédito bancário, no Brasil, encontra algumas limitações. Empresas iniciantes e de alto risco normalmente não consegue oferecer garantias para conseguir taxas de juros compatíveis com sua necessidade (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006). Segundo Freear, Sohl e Wetzel, (2002), as *startups* não tem histórico de receitas e poucos ativos. Sob tais restrições, as taxas disponíveis no Brasil são a de cheque especial, cartão de crédito e crédito pessoal¹¹.

Para empreendimentos já consolidados em fase de maturidade (BMF BOVESPA, 2011; RAMADANI, 2009), em setores incentivados e para finalidades específicas, é possível obter financiamentos perante bancos estatais destinados ao desenvolvimento econômico, como o BNDES¹² ou outros bancos oficiais, com taxas subsidiadas, cujo perfil de crédito não é o de *startups*.

Uma das formas de lidar com a dificuldade de financiamento é o chamado *bootstrapping*, definido por Freear, Sohl e Wetzel (2002) como formas criativas de se maximizar os recursos próprios ou os escassos recursos gerados pela *startup*, sem tomar empréstimo ou vender participação a terceiros, como, por exemplo, o empreendedor abster-se de receber *pro labore* durante algum tempo e montar o escritório em sua própria casa para desenvolver o negócio, ou, para o desenvolvimento do produto, oferecer protótipos a clientes parceiros por valor de custo, transformar projeto de consultoria em futura prestação de serviço.

Os investidores informais *FFF* possuem recursos limitados e horizonte curto de investimento. Segundo (ROBB; ROBINSON, 2010), os recursos aportados por *FFF* nos EUA são sete vezes menores que os empréstimos tomados em bancos norte-americanos.

Para as Empresas de Base Tecnológica, uma forma de acesso a capital e treinamento é a ajuda oferecida por incubadoras. Micro e pequenas empresas estão buscando se instalar em incubadoras de empresas, como forma de superar as instabilidades nos momentos iniciais. As incubadoras procuram promover essa redução ajudando-as com suporte administrativo

¹¹ A taxa de cheque especial mais cara do Sistema Financeiro Nacional em janeiro de 2015 foi a cobrada pelo Santander, de 320,67% ao ano; o mesmo banco cobrou 62,07% ao ano por crédito especial não consignado. Dados coletados em www.bacen.gov.br acesso em 08/02/2015.

¹² O BNDES “ (...) tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo e custos competitivos, para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribuí, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais.” Disponível em <http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/bndes.aspx> acesso em 08/02/2015.

financeiro e de estrutura que é disponibilizado às empresas incubadas durante o processo de incubação (RAUPP, 2009).

O perfil das empresas aceitas por incubadoras é restrito; as incubadoras, normalmente ligadas a universidades ou centro de pesquisas, selecionam projetos que possam resultar em aplicações comerciais de avanços tecnológicos ou científicos (RAUPP, 2009).

Os investidores institucionais (como *private equity* e *venture capital*) não focam em empresas iniciantes (CALVOSA; FREITAS, 2008), exceto em pequeno percentual. O nível de investimento e o tipo de retorno financeiro exigido por estes fundos não são compatíveis com *startups* (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006).

Como apontam Calvosa e Freitas (2008), nos Estados Unidos¹³ apenas 10% dos recursos aportados por fundos de *venture capital* estariam direcionados às empresas em estágios iniciais (no Brasil, seriam menos), criando-se assim um gargalo de investimento para aquelas empresas que não são nem pequenas o suficiente para se financiarem com recursos próprios do investidor, seus amigos ou familiares (*FFF*), nem grandes o suficiente para atrair o *venture capital*.

Em resumo, no tocante à possibilidade de financiamento de uma *startup*, os recursos dos *FFF* são limitados, o financiamento bancário pode não ser acessível, ou o investimento pode ser desinteressante para *venture capital* e incubadoras focam em empresas voltadas à aplicação comercial de avanços tecnológicos ou científicos. Essa lacuna de financiamento pode ser preenchida por investidores-anjos, como esclarecem Calvosa e Freitas (2008, p. 5):

O capital anjo injetado nessas fases iniciais busca suprir a necessidade de recursos em dose suficiente para levar a empresa nascente ao patamar de desenvolvimento que possibilite seu crescimento autossustentado, levando o negócio a um ponto em que ele se transforme mais atrativo a um fundo de *venture capital*.

2.4. RISCOS

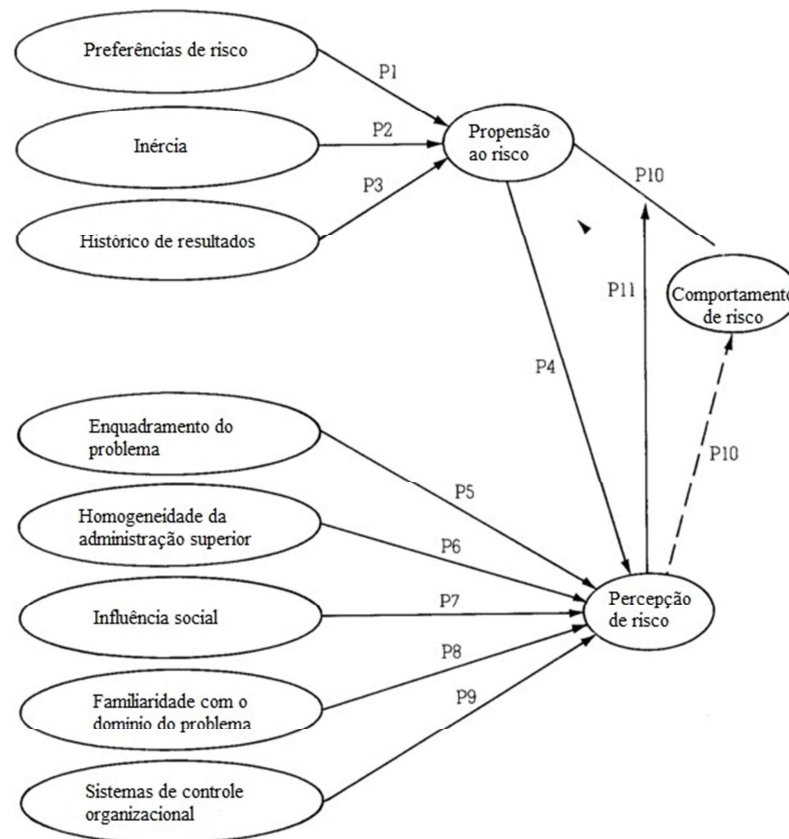
O risco possui dimensões relacionadas ao problema em si, ao contexto organizacional e as características individuais de quem toma a decisão. A literatura tradicional sobre risco, compilada por Sitkin e Pablo (1992), estabelece que o comportamento de risco é gerado tanto pela propensão individual ao risco, quanto pela percepção do tomador de decisão. A propensão ao risco está relacionada às características pessoais de preferência de risco, ou seja, a propensão é um aspecto subjetivo (SITKIN; PABLO, 1992).

¹³Dados de setembro de 2007.

A apresentação do risco ao investidor pode ser influenciada por questões organizacionais e características do problema em si, como homogeneidade do grupo, valores culturais de propensão ao risco, seguir um líder propenso ao risco, sistemas de controle da organização, familiaridade com o problema e a forma como o problema é proposto (SITKIN; PABLO, 1992). Uma vez percebido o risco diversificável (ver seção 2.4.2 deste estudo), espera-se que as empresas busquem mitigá-lo (KIM; VONORTAS, 2014).

O diagrama elaborado por Sitkin e Pablo (1992) demonstra que, segundo a concepção da literatura tradicional, a percepção do risco é um fator que influencia o comportamento de risco, como evidencia a Figura 4.

FIGURA 4 - Diagrama de percepção de risco



Fonte: Sitkin e Pablo (1992, p. 15, tradução nossa).

Ao presente trabalho importa apenas a percepção de risco, ou seja, a forma como o indivíduo percebe o risco com base em aspectos externos, ou seja, como o problema se lhe apresenta, pois, como exposto, a propensão ao risco, é um aspecto subjetivo. A percepção abrange incerteza, expectativas e dimensão do risco (SITKIN; PABLO, 1992).

O investimento-anjo envolve risco, em virtude das incertezas que se relacionam a uma *startup*, portanto se faz necessário estudar as características do risco.

2.4.1 CARACTERÍSTICAS DO RISCO

A respeito do risco, é oportuno mencionar a concepção racional tradicional e o histórico que resultou na Teoria da Utilidade Esperada e fundamentou as teorias tradicionais de Finanças.

Blaise Pascal queria avaliar “[...] a correção ou não de levar uma vida devotada a Deus”. (CUSINATO, 2003, p. 16). Ele concluiu que, racionalmente, não seria possível chegar a essa conclusão. A única escolha disponível ao ser humano seria entre levar uma vida pia (como se Deus existisse) e uma vida mundana (o inverso). Se racionalmente não é possível afirmar que Deus não existe, então sua existência independe da razão humana. Logo, quem leva uma vida pia teria ganho infinito, caso Deus existisse. De outra sorte, quem levasse uma vida mundana, teria um ganho constante, mas diferente de zero, pois Deus não seria vingativo. Dessa forma, o valor esperado de quem leva uma vida pia é maior de quem tem vida mundana. Essa foi a primeira argumentação racional sobre valor esperado de que se tem notícia. Esse entendimento ficou conhecido como ‘princípio da expectância matemática’ (CUSINATO, 2003).

Se um projeto tiver 80% de chance de ganho de R\$100,00 e 20% de chance de perda de R\$200,00, seu retorno esperado será positivo em R\$40,00, portanto o investidor racional deveria tomar a decisão de seguir adiante com o investimento. Uma pessoa aversa ao risco, contudo, poderia abandonar o projeto ao ouvir o risco de perda de R\$200,00, mesmo que sua probabilidade seja de apenas 20%, não importando a probabilidade de 80% de ganhar R\$100,00.

No Séc. XVIII, Bernoulli apontou que, não necessariamente, a decisão é tomada de forma totalmente racional (proporcional), pois é influenciada pelo seu valor moral ou utilidade; este entendimento acabou sendo conhecido como Lei da Utilidade Marginal (“à medida em que a riqueza cresce, diminui a utilidade marginal em razão do aumento da riqueza”) e é considerado o primeiro passo teórico para a formulação da Teoria da Utilidade Esperada. Leonard Savage foi um grande defensor da Utilidade Esperada Subjetiva (CUSINATO, 2003).

Segundo Yoshinaga et al. (2008):

As teorias tradicionais de Finanças, em sua quase totalidade, foram construídas a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes econômicos. Mais especificamente, assume-se que os indivíduos que atuam nos mercados financeiros são capazes de atualizar corretamente suas crenças após receberem novas informações[...]

No Séc. XX, Irving Fischer sistematiza o Valor Presente Líquido (VPL) como modelo de tomada de decisão, definido como instrumento de comparação de investimentos em uma mesma data (valor presente), com base em taxa de retorno correspondente ao risco do investimento (BUCHANAN; O'CONNELL, 2006).

Além do critério de VPL positivo, outro pilar para a tomada de decisão seria a fonte de financiamento para determinado projeto. Segundo a teoria econômica clássica, de acordo com Hart (2001), o Teorema de Modigliani-Miller informa que o modo como o projeto será financiado não importa. Se o indivíduo puder financiar todo o projeto com seus próprios recursos, ficará com todo o Valor Presente Líquido para si. Se necessitar de recursos de terceiros, poderá obtê-los fornecendo algum nível de participação da sua empresa (hipótese em que o empreendedor inicial ganhará algo, ainda que divida o lucro com investidores), ou tomando empréstimos (hipótese em que o custo do capital será pago e todo o residual do Valor Presente Líquido constituirá o lucro do empreendedor). Portanto, para o empreendedor, o modo como o projeto é financiado não importa, segundo o autor. Há que se destacar, contudo, que financiar o projeto de forma muito alavancada em empréstimos expõe a empresa ao risco de inadimplência ou de falência, hipóteses em que o empreendedor poderá perder seus ativos para os credores (AGHION; BOLTON, 1992).

A Teoria Econômica informa que o agente deveria tomar a decisão de investimento, como se já possuísse todo o dinheiro necessário para o projeto. O único fator importante é que o projeto tenha Valor Presente Líquido positivo: “Portanto, a regra de decisão é: aceite todo projeto com VPL positivo, não importando se recursos internos ou externos são usados para financiá-lo”¹⁴, como resumem Myers e Majluf (1984).

Se a máxima acima fosse totalmente verdadeira, a proporção entre capital de terceiros e capital próprio nas empresas seria aleatória, mas isso não ocorre empiricamente, segundo Hart (2001), pois estudos demonstram que as proporções são influenciadas por fatores locais. Imperfeições, como a existência de tributos e, aspectos pessoais e a assimetria

¹⁴ “Thus, the decision rule is: take every positive NPV project, regardless of whether internal or external funds are used to pay for it”.

de informação detida pelo empreendedor e aquela conhecida pelo investidor são fatores a serem considerados em um investimento de risco.

Desvios no comportamento racional também afetam a decisão de investimento; seu estudo é feito pela abordagem de Finanças Comportamentais. Shleifer e Summers (1990, apud YOSHINAGA et al., 2008 p. 26), foram os primeiros a definir os limites à arbitragem e a psicologia como os dois pilares fundamentais sobre os quais se constrói a abordagem de Finanças Comportamentais. Os limites à arbitragem estão relacionados com a dificuldade que os investidores racionais podem enfrentar para desfazer distorções provocadas por investidores menos racionais. A psicologia, por sua vez, descreve com mais detalhe os possíveis desvios da racionalidade pura que podem responder por essas distorções.

Para Thaler e Barberis (2003 apud YOSHINAGA et al., 2008 p. 26), desvios no comportamento racional são intrínsecos à natureza humana e devem ser incorporados à análise econômica como uma extensão natural dos modelos tradicionais, uma vez que as evidências sugerem tanto que os agentes são capazes de cometer certa variedade de erros sistemáticos, como também que as distorções destes advindas têm importantes implicações econômicas. O risco, portanto, também pode derivar do comportamento humano.

O risco envolve probabilidade de ocorrência de evento danoso e magnitude de perda. Trata-se de problema potencial, um resultado normalmente indesejado, para o qual, se possível, convém se precaver (ZUR MÜHLEN; ROSEMAN, 2005).

Há três dimensões relacionadas à noção de risco: incerteza, expectativas e potencial (SITKIN; PABLO, 1992). Ainda com os mesmos autores, quanto à incerteza, há a variabilidade dos resultados desconhecimento da distribuição dos possíveis resultados (Quais são os resultados possíveis? Quais são mais prováveis?) e ausência de controle sobre as consequências. Para os autores, o risco, contudo, não tem apenas aspectos negativos:

- a) a variabilidade deixa de ser indesejável se houver alta possibilidade de retorno;
- b) há situações em que os resultados podem ser, ainda que modestamente, influenciados por aquele que toma a decisão.

No que se refere às expectativas, o resultado de um empreendimento é um espectro que vai de extremos favoráveis a extremos desfavoráveis; o resultado esperado é uma média. Portanto, o que seria insatisfatório para uns pode ser suficiente para outros. Dessa forma, o risco não é uma medida constante e aplicável a todos, pois é influenciado pelo grau de aversão ao risco de cada indivíduo. Segundo a definição de comportamento de risco (SITKIN; PABLO, 1992, p. 2, tradução nossa):

O comportamento de risco pode ser caracterizado pelo grau de risco associado com as decisões tomadas. Equivalente ao nosso prévio dimensionamento do risco, definimos que as decisões são arriscadas na medida em que:

- (a) Seus resultados esperados são mais incertos;
- (b) Os objetivos da decisão são mais difíceis de atingir; ou
- (c) O conjunto de resultados potenciais inclui consequências extremas.¹⁵

No que refere ao potencial de ganhos ou perdas, os indivíduos tem a tendência de colocar muito peso de análise em resultados extremos, porém a probabilidade de tais eventos extremos é remota. Faz-se necessário, portanto, atribuir a correta magnitude dos eventos em função da sua probabilidade de ocorrência; adicionalmente, os diversos graus de realização dos resultados podem servir como fronteiras ou gatilhos para a adoção de medidas corretivas. Em outras palavras, os investimentos não geram resultados instantâneos e fixos, mas sofrem influências das correções de rumo, positivas ou negativas, adotadas ao longo do tempo. Portanto, a possibilidade de ocorrência de evento extremamente negativo não deve, por si, só, desencorajar a tomada de determinada decisão, posto que correções de rota serão adotadas (SITKIN; PABLO, 1992).

2.4.2 CATEGORIAS DE RISCO

O risco é uma medida de incerteza, composta por itens não diversificáveis (conjunturais, macroeconômicos, aplicáveis a todos presentes em uma mesma Economia, ainda que em maior ou menor grau) e itens diversificáveis (específicos de determinada empresa). O risco não diversificável é chamado de Beta, enquanto o risco particular de cada empresa é chamado de Alfa (D'ASCENZO, 2009; FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002). Portanto, quanto à fonte dos riscos, amparada na Teoria de Diversificação de Investimentos, originada no artigo de Markowitz e que resultou no modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) desenvolvido por Sharpe (1964), o risco pode ser classificado em:

- a) risco sistêmico, risco de mercado, ou risco não-diversificável (Beta): é o risco conjuntural que atinge a todos que estão trabalhando sob o mesmo ambiente

¹⁵ Risk behavior may be characterized by the degree of risk associated with the decisions made. Corresponding to our earlier dimensionalization of risk, we define decisions as riskier to the extent that

- (a) Their expected outcomes are more uncertain;
- (b) Decision goals are more difficult to achieve; or
- (c) The potential outcome set includes some extreme consequences

econômico. Por exemplo, o aumento da taxa básica de juros afetará o custo de novos financiamentos para todos (MANGRAM, 2013). Afeta a todos, em maior ou menor grau e é medido pelo fator Beta do modelo CAPM, que é a medida de sensibilidade do título a um fator conjuntural da Economia (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008);

- b) risco alfa, ou diversificável: risco relacionado ao investimento específico; um investidor exigirá retorno igual à taxa de juros livre de risco, mais um risco específico para aquele empreendimento; para diminuir o risco de investir tudo em um só ativo, é possível a alocação de porções do investimento em diversas empresas, o que faz com que o risco da carteira diminua (CAPELLETTO, 2006; MANGRAM, 2013; ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008). Essa estratégia de diversificação de investimentos poderia produzir ganhos significativos com ações ou títulos similares caso a carteira fosse diversificada em pelo menos 15 ativos diferentes (ELTON; GRUBER, 1977). Para fins de investimento-anjo, estudo com base nos retornos de 1137 *startups* mostra que a diversificação do investimento-anjo em 5 *startups* traria chance de 83% de retorno de recuperar uma vez o valor investido (*break-even*) ou de 60% de recuperar três vezes tal valor; a diversificação do portfólio em 20 *startups* traria 99% de chance de *break-even* ou 67% de chance de triplicar o investimento (WILSON; VENTURES; MCCLURE, 2015). Como o investidor-anjo realiza um ou dois investimentos por ano, alcançar uma boa redução de risco através da estratégia de diversificação de carteira não seria algo tão fácil, mas, mesmo assim, autores recomendam que o investidor-anjo diversifique seus investimentos (D'ASCENZO, 2009; IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008). A possibilidade de diversificação seria, inclusive, um fator relevante para a seleção de investimentos (MAGALHÃES; DAUDT; PHONLOR, 2009).

Quanto à fonte de risco, o presente estudo trabalhará com o risco Alfa, por ser este específico de cada investimento e, portanto, passível de mitigação. Quanto à categorização de risco existente em empreendimentos, da literatura compilada por Kim e Vonortas (2014), nota-se que, dos oito estudos citados, existem 18 classificações gerais de risco, como demonstrado no Quadro 2.

QUADRO 2 - Classificações de risco

Risco\Autor	Casualty Actuarial Society (2003)	Ebben (2005)	Ekanyake and Subramaniam (2012)	Epstein and Rejc Buhovan (2005)	Muet et. al (2009)	Doering and Parayre (2009)	Verbano and Venturini (2011)	Keizer, Halman e Song (2002)	Freq.
Operacional	SIM	SIM	SIM	SIM				SIM	5
Financeiro	SIM	SIM	SIM				SIM	SIM	5
Mercado		SIM			SIM	SIM		SIM	4
Tecnológico					SIM	SIM		SIM	3
Estratégico	SIM			SIM			SIM		3
Organização					SIM	SIM	SIM		3
Ameaça	SIM								1
Oportunidade		SIM							1
Ambiente			SIM						1
Reputação			SIM						1
Reporte				SIM					1
Compliance				SIM					1
Seguro							SIM		1
Projeto							SIM		1
Engenharia							SIM		1
Cadeia Fornecimento							SIM		1
Desastre							SIM		1
Clínico							SIM		1
Total por autor	4	4	4	4	3	3	9	4	

Fonte: Adaptado de Kim e Vonortas (2014, p. 456-457).

Para Keizer, Halman e Song (2002), seriam quatro as principais categorias de risco: risco operacional, risco financeiro, risco de mercado e risco de tecnologia. Destas quatro categorias, três são também as mais frequentemente apontadas pelos autores colacionados por Kim e Vonortas (2014 p. 455-456), a saber: risco operacional, risco financeiro e risco de mercado. A outra categoria (risco tecnológico) selecionada por Keizer, Halman e Song (2002) também aparece com alta frequência, portanto a classificação usada por Kim e Vonortas (2014) com base em Keizer, Halman e Song (2002). será adotada no presente estudo.

Desta forma, quanto aos domínios de risco, o presente estudo adota a seguinte classificação (KIM; VONORTAS, 2014):

- a) Risco Operacional: decorre de pessoas, sistemas e processos de uma empresa;
- b) Risco Financeiro: refere-se à perda tangível dos investidores;

- c) Risco de Mercado: envolve a aceitação do produto;
- d) Risco Tecnológico: relaciona-se ao produto, à tecnologia de produção e à propriedade intelectual.

2.4.3 MITIGAÇÃO DE RISCO

Segundo Peltier (2004), a análise de risco deveria ser efetuada antes de se iniciar um projeto que implique em consumo de dinheiro ou recursos. Após a análise do risco, deve ser efetuada a comparação de custo x benefício, a fim de que o gasto seja proporcional ao risco a ser mitigado, ou seja, para que o risco seja trazido a um nível aceitável, por um custo acessível para aquela empresa. Posteriormente, com os mecanismos de controle em funcionamento, é importante monitorá-los continuamente, a fim de que o investimento em mitigação de risco não seja perdido por desuso.

Há quatro estratégias de gerenciamento de risco (ZUR MÜHLEN; ROSEMAN, 2005, p. 5, tradução nossa):

QUADRO 3 - Estratégias de gerenciamento de risco

Estratégia de Gerenciamento de Risco	Definição	Exemplos
Mitigar	Reduzir a probabilidade de risco e/ou impacto que o risco possa trazer. Objetiva a implementação de controles que amortecem os efeitos da ocorrência do risco, embora não os eliminem completamente.	<ul style="list-style-type: none"> • Rotina padronizada de processos • Administração formal de exceções • Kit de providências
Evitar	Eliminar a probabilidade de um risco específico antes de sua ocorrência. Troca de um risco por outros.	<ul style="list-style-type: none"> • Redesenhar processos • Alocação de tarefas
Transferir	Mover o risco ou suas consequências para terceiros. Também chamado de 'compartilhamento de risco'.	<ul style="list-style-type: none"> • Terceirização de processos • Apólices de seguro
Aceitar/assumir	Adaptar-se ao risco quando este se transforma em problema. A adoção de um plano de contingência é requerida nessa estratégia.	<ul style="list-style-type: none"> • Adaptação a requerimentos regulatórios

Fonte: Adaptado de Zur Mühlen e Rosemann (2005, p. 5, tradução nossa)

O gerenciamento de risco é o processo que permite o balanceamento de custos econômicos e operacionais para proteger processos que dão suporte à missão da empresa (PELTIER, 2004), portanto as medidas adotadas pelos entrevistados são entendidas, neste estudo, como mecanismos de gerenciamento de risco.

As estratégias de gerenciamento de risco podem ser adotadas antes da ocorrência do problema (mitigar e evitar) ou após (transferir e assumir). Quanto às estratégias anteriores à ocorrência do problema, tem-se que ‘evitar’ significa que o risco é substituído por outro (por exemplo, um *swap* contratado contra o risco cambial de obrigação em determinada moeda). O presente trabalho abordará apenas a estratégia de mitigação, pois esta implica que o investidor-anjo, ao perceber um risco, mas antes do risco se tornar um problema, poderá reduzir a probabilidade e/ou o impacto de um risco; a mitigação objetiva a implementação de controles que poderão suavizar os danos potenciais, embora não os evitem (ZUR MÜHLEN; ROSEMANN, 2005).

Como esclarecem Zur Mühlen e Rosemann (2005, p. 5, tradução nossa), “enquanto evitar e mitigar o risco normalmente objetivam a redução da probabilidade de determinado erro, transferir e assumir o risco consideram mais a magnitude das consequências do erro.”

Como se nota do Quadro 3, a estratégia de mitigação de risco busca diminuir a probabilidade de ocorrência do risco, antes que algum problema ocorra. Por lidar com atitudes preventivas e voltadas à diminuição da probabilidade, a estratégia de mitigação coaduna-se com o tipo de risco e imprevisibilidade existente em *startups*.

As demais estratégias (evitar/substituir, transferir/compartilhar, adaptar/plano de contingência) se voltam mais ao impacto decorrente de erro. Ao tratar de erro, essas estratégias assumem, de início, que há um procedimento correto a ser implementado, definido com base em dados históricos (PELTIER, 2004). Evidentemente, a *startup* não pode se valer muito de experiências anteriores, pois está construindo sua história (DAMODARAN, 2009)e, normalmente, não repete os passos de outros empreendimentos. Adler, Leonard e Nordgren (1999), ao se referirem especificamente ao desenvolvimento de software, defenderam que uma estratégia de mitigação de risco (preventiva e voltada à diminuição de probabilidade) é melhor, pois assim fica mais fácil reparar os erros, é mais barato no longo prazo e menos complexo do que corrigir em fases mais avançadas.

Em resumo, “A mitigação de risco é uma metodologia sistemática usada pelo gerenciamento sênior para reduzir risco organizacional”¹⁶ (PELTIER, 2004, p. 51).

Considerando que o processo decisório pode ser influenciado por vieses (YOSHINAGA et al., 2008), uma vez percebido o risco, é de se esperar que este seja mitigado (KIM; VONORTAS, 2014).

¹⁶ Risk mitigation is a systematic methodology used by senior management to reduce organizational risk.

Para Kim e Vonortas (2014), o risco do investimento-anjo envolve os seguintes domínios: tecnológico, risco de mercado, risco financeiro e risco operacional. A noção de risco pode abranger três dimensões: incerteza, expectativas e potencial (SITKIN; PABLO, 1992).

2.5 RISCOS APONTADOS PELA LITERATURA E MECANISMOS DE MITIGAÇÃO

A literatura selecionada para o presente estudo evidencia fragmentos de fontes de risco e sugere mecanismos de mitigação.

2.5.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Para conceituar assimetria de informação, faz-se necessário entender a relação entre empreendedorismo e investimento-anjo.

Empreendedorismo é o processo pelo qual empresas percebem oportunidades e agem para criativamente organizar transações entre fatores de produção para, com isso, criar valor (JONES, 1992).

Schumpeter é um dos autores mais frequentemente citados na produção científica sobre o empreendedorismo entre 1954 e 2005 (BORBA; HOELTGEBAUM; SILVEIRA, 2011). Segundo Schumpeter, o empreendedor é aquele que desafia ou destrói criativamente produtos, serviços e relações de mercado existentes (FERNANDES; SANTOS, 2008). No que se refere às *startups* de base tecnológica, exemplos recentes, como o Instagram¹⁷ e Facebook¹⁸ mostram o potencial de certos empreendimentos para modificar o mercado.

O empreendedor cria valor ao organizar incertezas, criativamente reorganizando fatores de produção e oportunidades de mercado, segundo Knight (1921, apud JONES, 1992, p. 734).

¹⁷ Vendido em 2012 por US\$1 Bilhão ao Facebook. Jamais teve receita e tinha apenas 12 empregados no momento da venda, porém já possuía 24 milhões de usuários e rapidamente chegaria aos 50 milhões, por força do lançamento da versão para o sistema Android. Disponível em: <http://techcrunch.com/2012/04/09/instagram-story-facebook-acquisition/> Acesso em: 08 fev. 2015.

¹⁸ Começou em um dormitório de faculdade em 2003. Conquistou diversos investidores, por conta da quantidade crescente de usuários. Fez seu IPO em 2012 ao valor de 38 dólares por ação, o maior já registrado. Em volume de captação, foi a maior da história dos Estados Unidos, tendo arrecadado 16 bilhões de dólares. Completou 10 anos de vida em 2014, com um bilhão de usuários. Disponível em <http://tecnologia.terra.com.br/facebook-completa-10-anos-conheca-a-historia-da-rede-social,c862b236f78f3410VgnVCM20000099cceb0aRCRD.html> acesso em 08/02/2015.

Para Calvosa e Freitas (2008, p. 10):

Empreendedores são também identificados como organizadores de incerteza; eles reconhecem e percebem oportunidades que resultam de incertezas. O comportamento empreendedor tem sido descrito como uma visão focada em inovações. Os agentes financiadores das atividades de empreendedores podem ser chamados de investidores anjo, como já mencionado.

O empreendedor é, portanto, capaz de organizar incertezas e combina-las com elementos de produção e oportunidades, de modo a criar valor. Dessa forma, ao organizar as incertezas, o empreendedor passa a ter informações que outros, como o investidor-anjo, não possuem. Forma-se, assim, assimetria de informação entre o empreendedor e o investidor-anjo (D'ASCENZO, 2009; IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008).

A incerteza é, portanto, parte essencial do contrato de financiamento de *startup* através de investimento-anjo. No momento pré-financiamento, o empreendedor sabe que a ideia vale muito, mas o investidor não. O empreendedor criou valor ao organizar incertezas, porém precisa de financiamento para não ficar apenas com uma boa ideia. Pode decidir emitir ações, ou seja, entregar parte da propriedade (e dos lucros) para terceiros, porém, de acordo com a proposição de Modigliani-Miller, já que não importa se a empresa será financiada com recursos próprios ou através de empréstimos de terceiros, a decisão de aceitar a participação de um investidor no capital da sociedade poderia sinalizar que o projeto não é tão bom (HART, 2001; MYERS; MAJLUF, 1984), pois, se o projeto fosse tão bom assim, o empreendedor o financiaria com recursos obtidos no mercado financeiro, desenvolveria o negócio, pagaria os juros dos empréstimos e permaneceria com todo o excedente de lucro para si. Portanto, por que aceitaria o empreendedor partilhar sua empresa e seus lucros com um investidor-anjo? A esse respeito, há que se ressaltar, contudo, que o investimento-anjo possui a característica de *smart-money* (conceito esclarecido no item 2.1 do presente trabalho), portanto, ao buscar o investimento-anjo, o empreendedor almeja não apenas financiamento, mas também a valorosa contribuição do anjo em termos de experiência e relacionamentos.

Um importante sinal enviado ao investidor-anjo sobre a seriedade e o grande valor do investimento, quando da convocação de investidores para o projeto, consistirá na percepção do esforço pessoal do empreendedor para levar o projeto adiante. Portanto, se o empreendedor, mesmo detendo informação superior, aloca importantes recursos pessoais, tais como patentes que eventualmente possua (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013), marcas de comércio (BLOCK et al., 2014) e recursos (*FFF*) pessoais do fundador, de amigos e familiares (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013; MYERS; MAJLUF, 1984), se está disposto a aprender e se trabalha bastante junto a fornecedores e prestadores de serviços, não se elimina a assimetria de informação, mas o investidor-anjo pode se ver mais propenso a

investir (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Há que se destacar que o depósito de patentes seria um sinal positivo para investidores externos (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013), o que pode favorecer um *IPO* futuro, venda para fundos de *private equity* (BLOCK et al., 2014) ou outras estratégias de saída. Para (BREALEY; LELAND; PYLE, 1977), o investidor poderá se convencer de que o empreendedor (agente) possui informações superiores de um excelente projeto e mesmo assim está disposto a ceder participação, desde que veja um grande comprometimento do empreendedor. Se o empreendedor estiver disposto a investir boa parte do seu patrimônio nesse projeto, tal atitude sinalizará ao investidor que aquele é um bom projeto. Nesse mesmo sentido, quanto maior for a vontade do empreendedor de empregar recursos próprios na *startup*, melhor será a percepção do investidor-anjo a respeito do investimento e do empreendedor (MYERS; MAJLUF, 1984).

Em razão da diferença de qualidade de informação detida por empreendedor e investidor, há o risco da decisão de investimento ser tomada pelo anjo com base em vieses comportamentais (YOSHINAGA et al., 2008), critérios subjetivos como instinto, personalidade do investidor, autoconfiança em razão de sucessos anteriores, confiança cega nas projeções feitas pelo empreendedor, dentre outros (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000); o investidor-anjo não está motivado apenas por aspectos financeiros, mas também por elementos não financeiros, como, por exemplo, para ter a satisfação de reuplicar suas experiências anteriores de sucesso em novos negócios (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008). Contra o risco de decisão enviesada, recomenda-se que o anjo se encontre algumas vezes com o empreendedor, invista mais em *due diligence* e em análises financeiras, bem como peça opinião de consultores independentes, antes de decidir investir; falta de realismo e o excesso de otimismo do empreendedor interessado em atrair um investidor-anjo podem ser, ao menos, diminuídos com a solicitação de um *business plan* com informações financeiras, ainda que seja apenas para demonstrar que o empreendedor tomou o cuidado de pensar em números, pois as projeções dos empreendedores podem ser otimistas (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Contar com o auxílio de advogados e consultores para filtrar as informações vindas do empreendedor, bem como elaborar contratos com linguagem simples e com referência direta aos ganhos não financeiros almejados pelo investidor-anjo, também são formas de mitigação do risco decorrente da assimetria de informação (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008).

Um contrato que não prevê todas as contingências futuras (como o de investimento-anjo) é um ‘contrato incompleto’, nomenclatura adotada por advogados e economistas segundo Hart (2001). *Financial Contracting* é a teoria que busca explicar a relação entre

quem precisa de dinheiro e quem quer promover o financiamento (HART, 2001 p. 1). Como é impossível prever todas as contingências futuras, a solução é criar mecanismos de tomada de decisão antes do surgimento do problema. Por exemplo, no investimento em uma empresa, o contrato não irá detalhar todos os passos a serem adotados pela administração. Preverá apenas que os sócios nomearão os administradores e estes serão empossados no direito de tomar decisões no melhor interesse dos sócios, ressalvada sua responsabilidade pelos atos praticados. Complementarmente, credores de empréstimo à sociedade não tem direito a voto, nem de tomar decisões sobre a empresa diretamente, mas terão o direito de receber haveres antes dos sócios, em caso de falência; os empréstimos possuem vencimento periódico e são acrescidos de juros, portanto financiar a empresa apenas com empréstimos pode representar risco de falência (AGHION; BOLTON, 1992); muitas vezes, os credores exigirão garantias para os empréstimos, portanto terão a preferência de recebimento lastreada em determinados bens, enquanto os sócios só deverão receber se houver algum resíduo (HART; MOORE, 1999).

De acordo com a proposição de Modigliani-Miller, no que se refere à alocação de recursos advindos de uma empresa, quem empresta dinheiro recebe uma remuneração fixa (juros), enquanto o sócio ficará com o resíduo (lucro) (HART, 2001). Segundo essa teoria, a alocação do direito de voto não importaria. Já para a teoria de “*Financial Contracting*”, a alocação de direito de voto importa, assim como os benefícios que o administrador pode receber, como, por exemplo, um carro oferecido ao diretor da empresa. Os direitos de voto são facilmente transferíveis, enquanto os benefícios pertencem ao administrador.

Em resumo, o investimento-anjo é uma forma de financiamento caracterizada pelas incertezas que cercam a *startup* e pela assimetria de informação detida pelos investidores e pelo empreendedor, o que acarreta riscos para o investidor. Para mitigar tais riscos, podem ser previstos mecanismos contratuais de resolução de conflitos, com linguagem simples, e a responsabilização pessoal do administrador (normalmente o próprio empreendedor) por atos contrários ao melhor interesse da *startup*. O comprometimento do empreendedor com a *startup*, consistente no comprometimento de recursos pessoais, diminui o risco percebido pelo investidor-anjo; se o empreendedor investir marcas e patentes que eventualmente possua na *startup*, a atração de novos investidores no futuro (fundos de *private equity*, investidores estratégicos ou *IPO*) também será favorecida, o que ajuda a diminuir o risco do investidor-anjo, que contará com maior probabilidade de saída do investimento, caso assim deseje fazer no futuro.

2.5.2 TEORIA DA AGÊNCIA

O contrato de investimento financeiro em troca de participação societária, como o investimento-anjo, *private equity* ou *venture capital*, pode resultar em problemas de Agência, por conta da assimetria de informação que caracteriza tais contratos (D'ASCENZO, 2009). Tal assimetria poderá resultar na tomada de decisões por parte do empreendedor voltadas mais ao seu interesse pessoal do que do próprio negócio (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001).

O dilema consiste em balancear os direitos de voto com os benefícios atribuídos ao administrador, o que pode resultar em questões de Teoria da Agência. O 'principal' (sócio) outorga mandato ao 'agente' (administrador) para tomar as decisões em nome da empresa, porém o agente pode, eventualmente, buscar maximizar os seus ganhos pessoais, em detrimento da firma (HART, 2001). Por exemplo, se um vendedor tiver uma meta limite de faturamento, acima do qual seu bônus não será aumentado, uma vez atingida a meta, ele poderá ficar tentado a postergar a assinatura de novos contratos, destruindo valor para a empresa. A Teoria da Agência estimula a adoção de processos de governança corporativa, a fim de que os atos do agente sejam praticados no melhor interesse da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Por exemplo, instituir incentivos com base no lucro e não amparados na receita (PELTIER, 2004) ou com base no desempenho da empresa (JONES, 1992).

Um dos problemas apontados pela Teoria da Agência é o risco moral (GONZAGA; YOSHINAGA; JUNIOR, 2014), consistente na possibilidade do agente (assumindo-se que o empreendedor será o administrador da *startup*) utilizar os recursos recebidos de investidores-anjos para finalidades diferentes daquela a que estavam destinados (ELITZUR; GAVIOUS, 2003).

Mais especificamente no que se refere ao investimento-anjo, o problema da Teoria da Agência é especialmente relevante, pois o investidor-anjo costuma participar de forma minoritária dos empreendimentos (CALVOSA; FREITAS, 2008)e, portanto, não possui autoridade para restringir o comportamento do agente enquanto administrador (e sócio majoritário) da *startup*. Contra tal risco, contudo, há a possibilidade de se estabelecer limitações contratuais, bem como de se liberar os recursos do investimento-anjo em etapas (*tranches*) (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) ou conforme metas são atingidas (HUDSON; KOSS, 2007).

2.5.3 VIESES COMPORTAMENTAIS

No que se refere ao convencimento do investidor-anjo de investir ou não em um projeto, deve-se ressaltar que a Teoria de Finanças Comportamentais aponta para os riscos decorrentes da heurística da disponibilidade, heurística da representatividade e heurística da confirmação (BAZERMAN, 2007). O excesso de confiança do investidor em seu próprio julgamento, o otimismo e a representatividade (probabilidade de ocorrência de um evento específico é confundida com o resultado obtido em outros eventos independentes) são vieses que podem acarretar a seleção adversa do investimento, hipótese em que a tomada de decisão não ocorre apenas com base em fatores racionais, mas é afetada por fatores pessoais de percepção da realidade (YOSHINAGA et al., 2008). Nesse sentido, influenciado por vieses comportamentais, o investidor pode vir a escolher o investimento com base no modo como o problema é apresentado, com base em expectativas extremas, com base na confiança de sua própria habilidade naquela atividade ou com deslocamento psicológico do ponto de equilíbrio entre ganhos e perdas possíveis.

Diante da assimetria de informação, o investidor-anjo precisa buscar compensação em outros elementos, para tomar sua decisão de investir ou não. As características pessoais do empreendedor, bem como a impressão que o investidor-anjo tem dele (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) ou a intuição (D'ASCENZO, 2009) podem ser decisivos. Esse julgamento é pessoal e pode ser influenciado por fatores explicados pela teoria de Finanças Comportamentais (YOSHINAGA et al., 2008), como, por exemplo:

- a) Teoria da Perspectiva: ganhos e perdas são considerados em relação a um ponto central neutro de referência; as perdas tem uma dor maior do que os ganhos de mesmo valor, mas o ponto central neutro de referência pode mudar de posição de acordo com a forma como o problema foi apresentado;
- b) Otimismo: 90% das pessoas pesquisadas por Weinstein (1980) acreditam ter habilidades superiores à média;
- c) Representatividade: a probabilidade de um evento ocorrer não é analisada a partir dos dados daquela empresa, mas sim por força do grupo a que ela pertence, portanto investidores poderiam buscar investimento no próximo *Facebook*;
- d) Perseverança: pessoas podem não aceitar os fatos e buscar evidências para confirmar os seus próprios pontos de vista; ao encontrarem fatos que são contrários à sua crença, interpretam-nos como excesso de ceticismo;

- e) Ancoragem: uma vez lançado um dado inicial aparentemente aleatório, a resposta seguinte de uma pessoa fará referência àquele dado, ou seja, a percepção é influenciável;
- f) Disponibilidade: respostas dadas com base em eventos mais recentes e não com base em médias históricas.

Para melhor convencimento de investir ou não no projeto, como forma de mitigar os conflitos entre principal e agente, o investidor-anjo tem à sua disposição as recomendações aplicáveis aos contratos financeiros: contratar, selecionar e monitorar investimentos. O conflito de agência pode ser mitigado através da estruturação de contratos financeiros com divisão da alocação entre fluxos de caixa e poderes de controle, de modo a incentivar seu bom comportamento. Antes de tomar a decisão de investir, o investidor pode coletar informações e excluir projetos não-lucrativos e empreendedores ruins. Por último, uma vez que o investimento esteja em andamento, o investidor pode monitorar as informações de desempenho. Cláusulas de não-competição e *vesting* (direitos serão adquiridos conforme as metas) são sugestões de mitigação (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001).

O articulador da inovação em uma *startup* é o seu fundador, aquele que receberá investimento dos investidores-anjo. É quem detém o poder de administração da *startup*; se, supostamente, o fundador deverá criar valor ao agir em um cenário de incertezas, há que se admitir que também pode destruí-lo (JONES, 1992).

O cerne da contratação entre investidor e empreendedor consiste em previamente estabelecer uma boa alocação entre poderes do investidor sobre a firma e os incentivos ao empreendedor, a fim de que o agente proceda de acordo com os melhores interesses da empresa (D'ASCENZO, 2009). Isso se faz necessário porque o investidor tem interesse em maximizar o valor da sociedade, porém recebe participação em pequena proporção (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Para Aghion e Bolton (1992) o investidor está interessado em retorno financeiro, enquanto o empreendedor, além do lucro, visa outros benefícios privados¹⁹.

A diferença entre os interesses pode gerar conflito (HART, 2001). O investidor-anjo brasileiro adquire entre 12% e 33% do capital votante de uma *startup*, segundo a pesquisa NFV; pelo levantamento da Gávea *Angels*, o investidor-anjo teria vontade de adquirir entre 35% e 50% (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006). Para Calvosa e Freitas (2008), o

¹⁹ O investidor-anjo também busca benefícios não financeiros, como satisfação pessoal e o desafio de participar de uma *startup*, porém não terá os benefícios indiretos ('perks'), como a possibilidade do empreendedor, enquanto administrador, decidir por emendas de feriados, usar carro corporativo e outros gastos que podem diminuir o valor da sociedade (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008, p. 948). Ver também Kaplan e Strömberg (2001).

investidor-anjo tipicamente buscaria investimento de 30%. À medida que o empreendedor consegue demonstrar melhores resultados, o percentual de participação dos investidores diminuiria (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001).

Em resumo, a decisão de investimento pode ser influenciada por vieses comportamentais existentes no investidor-anjo, o que pode propiciar investimentos mais arriscados. Contra tais riscos, recomenda-se que o anjo encontre-se mais vezes com o empreendedor antes de investir, peça opinião de terceiros independentes, analise projeções financeiras, solicite referências sobre o empreendedor (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000).

2.5.4 RISCOS RELACIONADOS AO EMPREENDEDOR E À *STARTUP*

Quanto à seleção de investimentos, um dos principais aspectos a ser observado é a capacidade do empreendedor de agregar um bom time, capaz de executar as ideias. Ao menos em investimentos de *venture capital*, o risco de gerenciamento é um dos mais altos apontados pelas pesquisas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Se o risco de administração for alto, o investidor exigirá maior percentual de direito a voto, como forma de proteção (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Uma boa ideia apenas não basta para obter financiamento; faz-se necessário reunir uma boa equipe, em que o investidor possa confiar e investir (SUDEK, 2006). Não necessariamente o empreendedor é um bom administrador apenas por ter concebido a *startup*; para incentivar um administrador a bem desempenhar seu papel, seria possível a criação de incentivos financeiros, como bônus, *stock options* (JONES, 1992) e similares.

Estudos sugerem que a existência de um plano de negócios pode ser benéfica do ponto de vista simbólico (CASTROGIOVANNI, 1996), mas não há evidências de que o *business plan* aumente as chances de sobrevivência de uma *startup*, nem de que isso garantirá a obtenção de financiamento (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), porém $\frac{3}{4}$ dos investidores estrangeiros pesquisados exigiam um *business plan* para considerar seriamente a possibilidade de investir (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). No Brasil, estudo feito com dados secundários de 1839 *startups* indica que o planejamento influencia a sobrevivência e o crescimento das empresas, porém não influencia na capacidade de obtenção de recursos financeiros a partir de bancos (BORGES; HASHIMOTO; LIMONGI, 2013). Referido estudo

aponta para a necessidade de testes em relação à influência do *business plan* para se obter financiamento anjo e de *venture capital market*.

Posteriormente à contratação, recomenda-se que o investidor ativamente forneça conselhos e ajude na contratação de profissionais para o time administrativo; deve-se ressaltar, contudo, que o investidor poderá deixar de investir se constatar que terá problemas ou demasiado envolvimento com questões administrativas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Por outro lado, o investidor-anjo pode contribuir bastante para a geração de receita ao promover a startup perante seus colegas e, assim, mitigar o risco decorrente da dificuldade de obtenção de receita por uma empresa recém-formada (KIM; VONORTAS, 2014).

Uma vez efetuado o investimento, podem advir riscos burocráticos e legais (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003). No cenário judicial brasileiro atual, com o advento de ferramentas de bloqueio automático como BACENJUD e DETRANJUD, Juízes tem poderes para executar, de plano, a penhora de ativos dos sócios de uma sociedade devedora (RAYMUNDO; RAYMUNDO, 2012). A limitação de responsabilidade dos sócios em uma sociedade limitada ou sociedade anônima, tipos mais frequentes de sociedade no Brasil, vem sendo relativizada pelo Poder Judiciário e é fonte de insegurança jurídica, inclusive para investidores-anjos (GESTÃO & NEGÓCIOS, 2013, p. 38):

É preciso criar mecanismos de proteção e estímulo, pois um grande receio que todo investidor tem, além de ter o risco de perder o seu capital investido, é de a empresa ter algum problema, como uma execução fiscal ou trabalhista, por exemplo, e que esta recaia sobre seu patrimônio. Além disso, faltam estímulos, como os existentes para outros setores, como o imobiliário; que motivem o investidor a aplicar seu capital nestes segmentos.

A insegurança jurídica é apontada pela Fundação Dom Cabral (ARRUDA; NOGUEIRA; COSTA, 2013) como desestímulo ao investimento em empreendimentos de maior risco, fazendo com que potenciais anjos acabem preferindo investir em empresas de maior porte e com menor risco, ainda que o investimento exigido seja maior. Encontram-se artigos sobre a penhora online, tal como Raymundo e Raymundo (2012), mas não há referência explícita a qualquer mecanismo de mitigação.

O apoio da equipe de confiança do investidor (advogados, consultores, contadores, *headhunters* e similares), pode ajudar no desenvolvimento da *startup* com o aporte de experiência (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003), o que é salutar para se lidar com questões de burocracia. Paralelamente, os problemas com a burocracia podem ser confrontados via educação estratégica para o empreendedorismo e participação de associações para melhorar o ecossistema do investimento-anjo (LA ROVERE; VILARINHOS; DE SOUZA, 2015).

Em resumo, tem-se que o investimento-anjo se caracteriza pela busca de financiamento iniciada por um empreendedor que, supostamente, possui mais informações do que o investidor-anjo, já que organizou elementos de risco e de mercado e, assim, criou valor. A assimetria de informação pode gerar riscos ao investidor-anjo por conta da seleção do investimento, que pode ser influenciada por fatores como impressão pessoal, sensibilidade e grau de simpatia com o empreendedor. Uma vez estabelecido o contrato de investimento, não é possível prever todas as contingências, portanto o empreendedor tomará decisões que afetarão também o investidor-anjo. A resposta fornecida pela teoria é o estabelecimento de contrato com bons mecanismos de tomada de decisão e resolução de conflitos. Os interesses do empreendedor e do investidor-anjo não são idênticos, portanto surgem riscos explicados pela Teoria da Agência. O investimento efetuado não permite ao investidor-anjo a preponderância nem o comando do investimento, porém alguns dos valores aportados por ele à *startup* são a sua experiência e sua rede de relacionamentos.

2.6 CATEGORIAS UTILIZADAS PARA AVALIAÇÃO DE PERCEPÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCO

A presente seção relaciona os achados da literatura sobre riscos diversificáveis existentes no investimento-anjo e as ferramentas sugeridas pelos mesmos autores pesquisados. Os riscos diversificáveis são classificados de acordo com as fases do investimento-anjo, os domínios de risco e, quanto ao gerenciamento de risco, será abordada apenas a estratégia de mitigação. Estes conceitos foram abordados na seção 2.5 do presente Capítulo e são sistematizados a seguir.

2.6.1 DOMÍNIOS DE RISCO

Os domínios do risco existentes em investimentos em *startup* e mais frequentes na literatura são (KIM; VONORTAS, 2014):

- a) Risco operacional – organização e administração da equipe para desenvolvimento, produção, fornecimento e distribuição; riscos advindos de pessoas, sistemas e processos de uma empresa; inclui fraudes, risco legal, fornecedores, riscos ambientais e físicos. O risco humano é o essencial, como, por exemplo, a dificuldade de uma *startup* atrair e remunerar bons empregados;

- b) Risco Financeiro se refere à perda tangível dos investidores em caso de quebra, bem como risco de liquidez, risco cambial, dificuldade de obter financiamentos;
- c) Risco Tecnológico relaciona-se ao produto, à tecnologia de produção e à propriedade intelectual; é mais elevado em ambientes mais tecnologicamente sofisticados;
- d) Risco de Mercado envolve a aceitação do produto, as ações potenciais de competidores, condições gerais do mercado e sua evolução; quem são os competidores, o que oferecem, quais suas estratégias e táticas.

2.6.2 DIMENSÕES DO RISCO

Quanto às dimensões do risco, Sitkin e Pablo (1992) especificam:

- a) Incerteza: dificuldade de se saber se o evento ocorrerá ou não;
- b) Expectativas: fundamentadas na experiência ou nas crenças;
- c) Potencial: consequências esperadas.

2.6.3 ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO

O foco da estratégia de mitigação é reduzir a probabilidade de um risco de forma preventiva (ZUR MÜHLEN; ROSEMAN, 2005).

Não serão utilizadas as estratégias voltadas a evitar, transferir ou assumir o risco, pois estas buscam abandonar o risco, ou lidar com suas consequências, uma vez ocorrido o dano. Interessa, ao presente estudo, apenas a estratégia de mitigação, consistente em diminuir a probabilidade de ocorrência ou os danos potenciais de um risco, embora sem eliminá-lo (ZUR MÜHLEN; ROSEMAN, 2005).

2.7 PROPOSTA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCOS APONTADOS PELA LITERATURA E MECANISMOS CORRESPONDENTES DE MITIGAÇÃO

Em resumo, o presente estudo trabalha com seguintes classificações de risco:

- a) Quanto à fonte de risco: alfa, diversificável, intrínseco ao investimento
- b) Dimensões: Incerteza, expectativas, potencial.
- c) Domínios: Operacional, Financeiro, Mercado, Tecnológico.

O Quadro 4 mostra a descrição de elementos causadores de riscos diversificáveis e as correspondentes formas de mitigação apontados pela literatura, com proposta de classificação segundo fases do investimento-anjo: Seleção do Investimento (*Deal Screening*), Análise (*Due Diligence*), Governança, Decisão de Investimento, Monitoramento Pós-Investimento. Propõe-se, igualmente, classificação segundo o domínio preponderante de risco (operacional, financeiro, mercado e tecnológico).

Futuros estudos poderão revisitar a classificação ora proposta.

O trabalho de classificação tomou por base palavras-chave ou conceitos sugeridos pelos autores. Segundo Bardin, Reto e Pinheiro (1979), a análise de conteúdo deve ser iniciada pelo trabalho de organização, cujas fases são a pré-análise, a exploração do material e o tratamento dos resultados.

A pré-análise consistiu na organização da literatura e identificação de mecanismos de investigação encontrados em cada texto.

A exploração do material consistiu na verificação, em cada um dos textos, do problema explícita ou implicitamente tratado por cada autor.

O tratamento dos resultados consistiu na elaboração do Quadro 4, em que se buscou agrupar problemas e mecanismos de mitigação que pudessem ser perguntados de forma conexa ao investidor-anjo. Com isso, buscou-se privilegiar a etapa subsequente, consistente na elaboração de perguntas aos investidores-anjos para cada um dos problemas e cada um dos mecanismos encontrados na literatura, o que resultou no roteiro de entrevista semiestruturada, utilizado no presente trabalho.

QUADRO 4 - Proposta de classificação de mecanismos de mitigação segundo fases do investimento-anjo e domínios de risco

Ref.	AUTOR E OBRA	Descrição do elemento causador de risco	Mitigação apontada na literatura.	Proposta de Classificação segundo FASES	Proposta de Classificação segundo DOMÍNIOS
1	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 194-199	Disponibilidade de tempo do anjo.	Investir em localidades próximas; reuniões periódicas, reportes financeiros periódicos; nomear investidor líder.	Governança.	Operacional.
2	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 28	Proximidade geográfica.	Investimentos locais ' <i>one hour drive</i> '.	Governança.	Operacional.
3	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 458	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Melhorar comunicação no Term Sheet, com previsão de deveres específicos de informação.	Governança.	Operacional.
4	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Sensibilidade do anjo ao risco.	Confirmar se empreendedor analisou o anjo antes de pedir investimento.	Governança.	Operacional.
5	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 38	Investir de modo não profissional ou sem experiência.	Participar de associações de anjos.	Governança.	Operacional.
6	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 211	Curva de aprendizado do anjo.	Mais <i>due diligence</i> , menos pressa de investir, definir melhor os termos do contrato (<i>term sheet</i>).	Governança.	Operacional.
7	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 212	Inexperiência do empreendedor para conduzir o negócio.	Fornecer mentoria e <i>feedback</i> ; influenciar decisões estratégicas.	Governança.	Operacional.

Continua

Continuação

Ref.	AUTOR E OBRA	Descrição do elemento causador de risco	Mitigação apontada na literatura.	Proposta de Classificação segundo FASES	Proposta de Classificação segundo DOMÍNIOS
8	(D'ASCENZO, 2009) p. 159	Diversificação de risco.	Investimento em grupo; investir em mais de uma <i>startup</i> .	Seleção do Investimento.	Financeiro.
9	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 158	Vieses comportamentais.	Encontrar-se algumas vezes com o empreendedor antes de partir para a <i>due diligence</i> ; checar com terceiros antes de investir.	Seleção do Investimento.	Financeiro.
10	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 159	Vieses comportamentais.	Pedir opiniões de terceiros independentes.	Seleção do Investimento.	Financeiro.
11	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 160-161	Vieses comportamentais.	Analisar as projeções financeiras; solicitar referências sobre o empreendedor.	Seleção do Investimento.	Financeiro.
12	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 160-161	<i>Business plan</i> fraco.	Solicitar <i>business plan</i> com projeções financeiras.	Seleção do Investimento.	Financeiro.
13	(CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013) p. 30	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> ou outra forma de <i>exit</i> .	Patentes como sinais positivos para investidores.	Seleção do Investimento.	Financeiro.
14	(MYERS; MAJLUF, 1984) p.17	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Avaliar quanto o empreendedor está investindo de recursos próprios.	Seleção do Investimento.	Operacional.
15	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 167	Tecnologia nova e não testada.	Entrevistar o criador, se possível em conjunto com um expert independente.	Seleção do Investimento.	Operacional.

Continuação

Ref.	AUTOR E OBRA	Descrição do elemento causador de risco	Mitigação apontada na literatura.	Proposta de Classificação segundo FASES	Proposta de Classificação segundo DOMÍNIOS
16	(BAMMENS; COLLEWAERT, 2012) p. 5	Confiança do empreendedor no investidor.	Melhorar comunicação.	<i>Due Diligence.</i>	Operacional.
17	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Falta de experiência do anjo.	Cabe ao empreendedor exigir que os anjos tenham familiaridade com o tipo de investimento, para diminuir o risco de mercado, já que o anjo foca no risco do negócio em si.	<i>Due Diligence.</i>	Financeiro.
18	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Falta de experiência do anjo.	Associação com anjos mais experientes.	<i>Due Diligence.</i>	Operacional.
19	(JONES, 1992) p. 755	Estímulo ao empreendedor.	Ferramentas de estímulo, como <i>stock option</i> , <i>bônus</i> etc.	<i>Due Diligence.</i>	Operacional.
20	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Dificuldade de obter recursos.	Networking.	Decisão de Investimento.	Financeiro.
21	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 202	Retorno do investimento.	Prever tempo para o desinvestimento.	Decisão de Investimento.	Financeiro.
22	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 203-210	Retorno do investimento.	Desinvestir quando a <i>startup</i> atingir o retorno esperado.	Decisão de Investimento.	Financeiro.
23	(SUDEK, 2006) p. 101	Retorno do investimento.	Estratégia razoável de saída.	Decisão de Investimento.	Financeiro.
24	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), p. 181.	Teoria da Agência e risco moral.	Liberar recursos conforme metas atingidas.	Decisão de Investimento.	Financeiro.

Continuação

Ref.	AUTOR E OBRA	Descrição do elemento causador de risco	Mitigação apontada na literatura.	Proposta de Classificação segundo FASES	Proposta de Classificação segundo DOMÍNIOS
25	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 202	Tempo de mentoria.	Procurar outra oportunidade.	Decisão de Investimento.	Operacional.
26	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5	Equipe fraca ou incompleta.	Procurar outra oportunidade.	Decisão de Investimento.	Operacional.
27	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5	Personalidade do administrador.	Procurar outra oportunidade.	Decisão de Investimento.	Operacional.
28	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008)p. 27	Seleção adversa.	Indicações de investimento a partir de advogados e consultores ' <i>network of trust</i> '.	Decisão de Investimento.	Operacional.
29	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 47	Atingir objetivos financeiros e outros ganhos (satisfação pessoal).	Contrato com linguagem amigável, com vistas a atingir objetivos financeiros e não-financeiros.	Decisão de Investimento.	Operacional.
30	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Introdução de novo produto no mercado.	Investimento em marketing.	Decisão de Investimento.	Tecnológico.
31	(BLOCK et al., 2014) p. 32	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> .	Registro e fortalecimento de marcas.	Monitoramento pós-investimento.	Financeiro.
32	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Concorrência.	Melhoria contínua; pesquisa e desenvolvimento.	Monitoramento pós-investimento.	Mercado.
33	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 7	Demora para a empresa se desenvolver.	Contratar VP de vendas.	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.
34	(DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003) p. 691	Arcabouço legal e contábil.	Advogados, contadores e <i>headhunters</i> .	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.

Conclusão

Ref.	AUTOR E OBRA	Descrição do elemento causador de risco	Mitigação apontada na literatura.	Proposta de Classificação segundo FASES	Proposta de Classificação segundo DOMÍNIOS
35	(LA ROVERE; VILARINHOS; DE SOUZA, 2015) p. 65	Tempo gasto com burocracia.	Educação estratégica para o empreendedor; interação com órgãos governamentais e universidades.	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.
36	(D'ASCENZO, 2009) p. 154	Progresso do investimento em grupo.	Reuniões periódicas de <i>feedback</i> .	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.
37	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 457	Equipe fraca ou incompleta.	Contratações estratégicas.	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.
38	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 457	Equipe fraca ou incompleta.	Treinamento.	Monitoramento pós-investimento.	Operacional.

Fonte: elaborado pelo autor.

3 METODO

A pesquisa é procedimento formal utilizado como caminho para se conhecer a realidade ou verdades parciais, amparado em método de pensamento reflexivo e que requer tratamento científico. Para tanto, faz-se necessário identificar o problema a ser pesquisado, defini-lo e diferencia-lo de outros, levantar hipóteses de trabalho, coletar dados e classifica-los, analisa-los e interpreta-los, tudo com vistas à formulação de relatório com os resultados da pesquisa (LAKATOS; MARCONI, 2010).

3.1 PROCEDIMENTOS

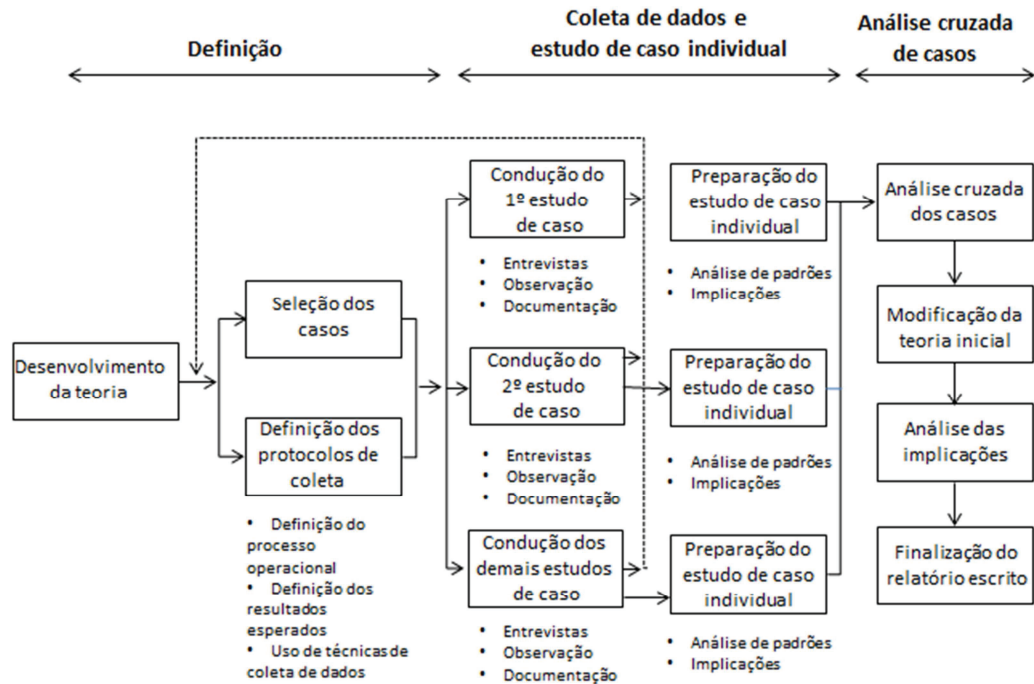
O procedimento de pesquisa busca assegurar a falibilidade dos resultados, pois novos dados poderão ser levantados para, seguindo-se o mesmo método, serem confirmados ou rejeitados os achados originais. A Administração é ciência social aplicada (LEMOS; BAZZO, 2011), para a qual se utiliza o método indutivo (LAKATOS; MARCONI, 2010).

O método indutivo é caracterizado pelo processo mental a partir do qual são inferidas verdades gerais com base em dados particulares. Em outras palavras, parte-se de dados empíricos e particulares com vistas a se buscar generalizações. O método indutivo possui as fases de observação dos fenômenos, descoberta das relações entre eles e generalização (LAKATOS; MARCONI, 2010). Portanto, faz-se necessário adotar algum procedimento de pesquisa aplicável ao método indutivo capaz de conduzir os estudos ora propostos.

O estudo de casos múltiplos constitui um caminho adequado para pesquisar sobre eventos contemporâneos dos quais o pesquisador possui pouco ou nenhum controle. Trata-se de investigação empírica sobre fenômeno contemporâneo em profundidade, em que não se exige controle dos eventos comportamentais (YIN, 2014).

Quanto às etapas do estudo de caso, nota-se que o processo de pesquisa, como proposto por Yin (2014) é iniciado pelo desenvolvimento da teoria, o que se faz no presente caso com a seleção e a análise da bibliografia, conforme a Figura 5:

FIGURA 5 - Etapas do estudo de caso



Fonte: Yin (2014, p. 52).

Quanto ao desenvolvimento de uma teoria para posterior confronto com os casos estudados e eventual confirmação ou refutação da teoria inicial, há que se ressaltar, para Eisenhardt (1989), o estudo múltiplo de casos possivelmente envolve a elaboração inicial de construtos, mas não necessariamente, apesar de tal construção ser útil, na medida em que o pesquisador não é solapado com a quantidade de dados coletados e, assim, será mais difícil perder o foco. No presente estudo, os construtos estão elaborados na forma do Quadro 4 e são amparados pela perspectiva do estudo exploratório.

Na definição de Theodorson e Theodorson (1970, p. 663):

O estudo exploratório é um estudo preliminar cujo maior propósito é se familiarizar com um fenômeno que deve ser investigado, a fim de que o estudo que seguirá possa ser estruturado com maior compreensão e precisão. O estudo exploratório (que pode usar qualquer variedade de técnicas, normalmente uma pequena amostra) permite ao pesquisador definir o seu problema de pesquisa e formular sua hipótese de modo mais apurado. Permite-lhe também escolher as técnicas melhor aplicáveis à sua pesquisa e decidir sobre questões que precisam mais de ênfase em análise e investigação detalhada, podendo alertá-lo para problemas potenciais, dificuldades, pontos sensíveis e áreas de resistência.²⁰

²⁰Exploratory study. A preliminary study the major purpose of which is to become familiar with a phenomenon that is to investigate, so that the major study to follow may be designed with greater understanding and precision. The exploratory study (which may use any of a variety of techniques, usually with a small sample) permits the investigator to define his research problem and formulate his hypothesis more accurately. It also enables him to choose the most suitable techniques for his research and to decide on the questions most in need of emphasis and detailed investigation, and it may alert him to potential difficulties, sensitivities, and areas of resistance

Antes da coleta de dados, faz-se necessário compreender o fenômeno, como forma de se trilhar caminho que, ao final, poderá culminar com formulação de hipóteses, conforme Eisenhardt (1989).

O primeiro passo metodológico para tanto foi trilhado no Capítulo 2. Para compreensão do fenômeno e preparação do estudo de casos múltiplos através de análise de conteúdo, foi realizado o trabalho de organização, ato preparatório à análise de conteúdo (BARDIN; RETO; PINHEIRO, 1979). Este trabalho de organização seguiu os passos metodológicos aplicáveis, a saber: pré-análise (seleção e organização da literatura e identificação de sugestões de mitigação de riscos aplicáveis aos investidores-anjos), exploração do material (verificação de cada texto, com vistas à identificação do problema explícita ou implicitamente mitigado por cada autor) e tratamento dos resultados (classificação conforme fase de investimento e domínio de risco). Este trabalho resultou no Quadro 4.

A construção de teoria a partir de estudos de casos segue os passos estabelecidos por Eisenhardt (1989), a saber:

- a) definição de questões de pesquisa;
- b) seleção de casos;
- c) criação de instrumento e protocolo;
- d) coleta de dados em campo (entrevistas, no presente estudo);
- e) análise de dados;
- f) estabelecimento de hipóteses;
- g) comparação com a literatura;
- h) conclusão.

No presente estudo, as respostas às questões de pesquisa ora propostas advêm do seguinte procedimento:

- a) Levantamento da literatura a respeito de investimento-anjo, *startups*, *venture capital*, risco e aspectos comportamentais que podem afetar a percepção de risco;
 - b) Sugestão de categorização dos riscos e estratégias de mitigação apontados pela literatura de investimento-anjo, *startups* e *venture capital*, de acordo com as fases do investimento-anjo e categorias de risco encontradas na literatura específica;
-

- c) Elaboração de instrumento de entrevista semiestruturada, a ser empregado na entrevista com três investidores-anjos;
- d) Análise de conteúdo das entrevistas realizadas, no que tange aos riscos percebidos, mediante captura de fragmentos discursivos de percepção de risco, sugerindo-se classificação conforme domínio preponderante de risco;
- e) Análise de conteúdo das entrevistas, consistente em agrupamento das respostas dos investidores-anjos a respeito da validade ou não de mecanismos de mitigação de risco apontados pela literatura;
- f) Conclusão

O fenômeno que se pretende estudar diz respeito à percepção dos investidores-anjos entrevistados a respeito do risco, bem como as formas utilizadas para mitigação dos riscos percebidos. Aspectos subjetivos, como os analisados pelas Finanças Comportamentais, podem influenciar a percepção do risco; aspectos subjetivos como o grau de propensão ao risco podem influir na adoção ou não de ferramentas de mitigação de risco apontadas pela literatura.

Os dados analisados são empíricos; não há abundância de dados a respeito de percepção e mitigação de risco por investidores-anjos. Apesar de a literatura apontar alguns instrumentos de coleta de dados sobre as preferências dos investidores-anjos em suas escolhas de investimento, nota-se lacuna em relação à formulação de instrumento para a análise do risco enquanto percepção e a correspondente ação mitigativa.

Em relação ao procedimento ‘d’, a análise das respostas consistirá em compilação de fragmentos discursivos referentes à percepção do risco que possam revelar incerteza, expectativa ou potencial, sem, contudo, classificá-los sob tais categorias. Riscos derivam de incertezas; não podem ser precisamente catalogados, mas podem ser caracterizados através de suas propriedades (ZUR MÜHLEN; ROSEMANN, 2005, p. 5, tradução nossa):

Riscos são causados por várias incertezas. Portanto, não é possível enquadrar o risco de forma precisa. Uma forma de se fazê-lo é caracterizar o risco através de suas propriedades, como impacto, probabilidade, janela de tempo [...] ²¹

Os fragmentos de percepção de risco serão classificados com base apenas no domínio preponderante de risco apresentado no discurso. Tal etapa do trabalho culmina no Apêndice B.

²¹ Risks are caused by various uncertainties. Hence it is not easy to frame risks in a precise fashion. One way to do so is to have risks characterized using properties such as impact, probability, time frame [...]

No que se refere ao procedimento ‘e’, as respostas dos entrevistados serão emparelhadas em colunas de forma resumida; serão ordenadas em linhas conforme número de identificação de mecanismos de mitigação relacionados no Quadro 4. Cada resposta será sintetizada em termos de concordância ou não com o mecanismo de mitigação apontado pela literatura (SIM/NÃO). A esse respeito, é oportuno frisar que respostas qualitativas podem assumir formas multinomiais, bem como binomiais ou binárias (MC FADDEN, 1984). Alternativas binárias são aplicáveis diante da situação de se escolher ou não algo (PINDYCK; RUBINFELD, 2004), como, por exemplo, concordar ou não com determinado mecanismo de mitigação de risco. Demazière e Dubar (1987) propõem metodologia de análise de conteúdo de discursos que inclui estruturas de significação binária (por exemplo, ‘gosto’ e ‘não gosto’), o que ampara o presente trabalho. Para Guerra (2006, p. 78):

O estabelecimento de uma tipologia é uma operação básica da análise de conteúdo e consiste em ordenar os materiais recolhidos, classifica-los segundo critérios pertinentes, encontrar as dimensões de semelhança e diferenças, as variáveis mais frequentes e particulares.

As respostas dos entrevistados serão binariamente ordenadas em termos de concordância ou não com o mecanismo de mitigação apontado pela literatura, de forma que seja possível a visualização da identificação ou não dos entrevistados com cada um dos mecanismos de mitigação ora colacionados. Propõe-se, nesse sentido, a utilização de fatores de concordância, a saber: o fator de concordância 3/3 significa que os três entrevistados validaram o mecanismo de mitigação apontado pela literatura; o fator 2/3 aponta que apenas dois concordaram com a literatura. Já o fator 1/3 aponta discordância parcial dos entrevistados com a literatura (apenas um concorda) e, por fim, o fator 0/3, demonstra que os três entrevistados discordam da literatura. É oportuno destacar que a criação de índices e o estabelecimento de indicadores são passos condizentes com a metodologia de análise de conteúdo, pertencentes à fase final de pré-análise, conforme Bardin, Reto e Pinheiro (1979).

3.2 INSTRUMENTO DE PESQUISA

Aos anjos entrevistados foi assegurada a confidencialidade dos dados que permitissem sua identificação, ou de fatos sensíveis de seus investimentos, bem como acesso ao resultado final da pesquisa.

A partir da literatura compilada e segundo a classificação proposta pelo presente estudo no Capítulo 2, foram elaboradas questões com vistas à elaboração de roteiro de

entrevista semiestruturada, cuja finalidade é tentar obter respostas, em profundidade, a respeito do risco em investimento-anjo, em duas acepções: percepção e atos voltados à mitigação. Cada investidor-anjo foi entrevistado individualmente, em local e horário de sua conveniência. As respostas de cada entrevistado não foram compartilhadas com os demais.

No início de cada entrevista, foram propostas três “perguntas-filtro” (COOPER; SCHINDLER, 2003) com a finalidade de qualificação e contextualização dos respondentes:

- a) Fale sobre sua trajetória profissional até se tornar investidor-anjo.
- b) O que é um investimento-anjo de sucesso? É frequente?
- c) O que você entende por risco?

Quanto à percepção do risco pelos entrevistados, objetiva-se capturar de seus discursos as referências apontadas espontaneamente ou por sugestão, com base nas três dimensões informadas por Sitkin e Pablo (1992): incerteza, expectativas e potencial, sem a pretensão de querer classifica-los sob tais rubricas, pois riscos derivam de incertezas e não podem ser precisamente catalogados (ZUR MÜHLEN; ROSEMANN, 2005). As perguntas voltadas à percepção do risco são mais genéricas e, essencialmente, solicitam ao entrevistado que fale livremente sobre o tema. Tais perguntas estão relacionadas na Coluna “Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)” do Apêndice A.

Complementarmente, no que se refere às estratégias de mitigação de risco, as perguntas, que eventualmente podem ter sugerido qual a mitigação apontada pela literatura, para permitir respostas binárias (sim/não), estão relacionadas na Coluna “Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)” do Apêndice A. Para coleta das respostas, foi utilizado o recurso de gravação integral de cada entrevista, sendo que cada uma durou aproximadamente duas horas. Para auxílio na coleta dos dados, as palavras-chave de cada resposta foram anotadas em formulário, com identificação do momento aproximado da entrevista, para posterior localização. Por se tratar de entrevista semiestruturada, as perguntas e as respostas não necessariamente seguiram a ordem do instrumento de pesquisa, de modo a favorecer a fluidez do discurso do entrevistado, porém todas as perguntas foram respondidas por todos os entrevistados.

3.3 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS ENTREVISTADOS

Van Osnabrugge e Robinson (2000) traçaram o perfil médio de investidores-anjos estrangeiros, com base em pesquisas:

- a) Idade: 49 anos
- b) Estão em atividade (investimento nos últimos 3 anos): 75%
- c) Experiência empreendedora: entre 78% e 83%
- d) Investem recursos oriundos de empreendimentos anteriores: 75%
- e) Investidores em série (mais de 7 investimentos): 45%
- f) Investem em conjunto: 75%

Não foram localizados estudos estatísticos a respeito do perfil médio do investidor-anjo brasileiro, talvez em razão do investimento-anjo no Brasil ser atividade recente. Os entrevistados foram selecionados por serem investidores-anjos brasileiros experientes e, nesse sentido, podem contribuir com profundidade ao presente estudo qualitativo. Os entrevistados possuem perfil superior às características identificadas por Van Osnabrugge e Robinson (2000), como demonstrado no Quadro 5:

QUADRO 5 - Perfil dos entrevistados

	Idade	Atividade	Empreendedor	Origem dos recursos investidos	Investe em série	Investe em conjunto
Investidor -anjo 1	53 anos	Sim, há 3 anos.	Sim, há 14 anos.	Profissão e empreendimentos	Sim, 8 investimentos.	Sim.
Investidor -anjo 2	52 anos	Sim, há 15 anos.	Sim, há 19 anos.	Profissão e empreendimentos	Sim, 10 investimentos.	Sim.
Investidor -anjo 3	47 anos	Sim, há 5 anos.	Sim, há 25 anos.	Empreendimentos	Sim, 11 investimentos	Sim.

Fonte: elaborado pelo autor.

O primeiro entrevistado relata que estava cursando Engenharia e, aos 22 anos, percebeu a oportunidade de criar uma escola de informática, investimento que começou com um microcomputador. Após um ano, havia angariado cerca de 500 alunos. Vendeu o empreendimento após um ano e meio, pelo valor correspondente a um apartamento. Passou, então, 12 anos em uma multinacional, sendo um nos EUA. Solicitou desligamento e inaugurou novo negócio, que conduziu por 14 anos, ao longo dos quais percebeu deficiências de gestão de organizações como oportunidade de novo negócio. Criou nova empresa com base nessa oportunidade e nela permaneceu por três anos. Desde sua saída, dedica-se ao investimento-anjo, sendo que investe ativamente em oito e acompanha 12, através de grupo de anjos do qual participa.

O segundo entrevistado é formado em Engenharia, com pós-graduação em Finanças e Marketing, teve experiência de 30 anos no mercado financeiro, inclusive no exterior, tendo

sido responsável pela criação de um Banco em *joint-venture* internacional. Foi presidente de corretora de valores e responsável pela abertura de unidades internacionais. Possui experiência na captação de recursos estrangeiros e se dedica aos próprios negócios desde 2013. Sua carreira de empreendedor começou com investimento em um restaurante em uma das principais avenidas da Capital de São Paulo, vendido após alguns anos. Em 2000, investiu em plataforma de jogos via Internet, quando esse modelo de negócios ainda era nascente. Vendeu sua participação nessa empresa, que chegou a ter um milhão de usuários. Na sequência, investiu em plataforma de jogos via celular, em momento nascente desta tecnologia. Esta empresa está presente em diversos países e possui participação de fundos de *venture capital*. Mais recentemente, dedica-se ao investimento em torres de telefonia celular e à sua atividade de investidor-anjo em 10 empresas diferentes, através de grupo de anjos. Busca ensinar alguns passos de empreendedorismo e investimento-anjo à sua filha.

O último entrevistado é fundador da entidade de fomento ao investimento-anjo a que pertence. É ativo desenvolvedor do ecossistema do investimento-anjo; percorre o Brasil com palestras e excursiona com investidores-anjos em outros países. Começou a empreender aos 19 anos, na área de softwares. Continuou empreendendo em outros setores. Enquanto empreendedor, recebeu aporte de outros investidores; o contato com esses investidores propiciou aprendizado a respeito do investimento. Atuou como investidor-anjo em 11 empresas, vendeu sua participação em uma, teve perda em duas e mantém ativos oito investimentos.

4 ANÁLISE DAS RESPOSTAS FORNECIDAS PELOS ENTREVISTADOS

As respostas fornecidas pelos entrevistados estão transcritas nos Apêndices D a F de forma integral. Dados muito particulares foram omitidos das transcrições, de forma a manter a confidencialidade da identidade dos entrevistados, que lhes fora assegurada no início de cada entrevista. As análises foram efetuadas de maneiras distintas para os fragmentos de percepção de risco (COMO) e para os mecanismos de mitigação (DE QUE FORMA).

4.1 ANÁLISE DOS FRAGMENTOS DISCURSIVOS DE PERCEPÇÃO DE RISCO (COMO)

Durante a análise de conteúdo, constatou-se que os entrevistados fizeram referência às percepções de risco em momentos diferentes da entrevista, tanto nas respostas às perguntas do tipo (COMO) (voltadas à percepção de risco, em termos de incerteza, expectativa, e potencial), quanto nas respostas às perguntas mais específicas, do tipo (DE QUE FORMA) (voltadas à mitigação). Tais elementos de percepção de risco foram capturados e organizados no Apêndice B; foi proposta classificação com base no domínio de risco preponderante no discurso apresentado.

No tocante à captura da percepção do risco, a entrevista foi conduzida de modo a estimular a livre referência aos elementos de risco, para possibilitar a categorização para fins de análise de conteúdo. A possibilidade de fala relativamente espontânea, durante uma entrevista com base em roteiro semiestruturado, permite profundidade na análise temática; “[...] as categorias são rubricas ou classes, as quais reúnem um grupo de elementos (unidades de registro, no caso da análise de conteúdo) sob um título genérico, agrupamento esse efetuado em razão das características comuns destes elementos.”(BARDIN; RETO; PINHEIRO,1979 p. 147). Neste estudo, são propostos agrupamentos dos registros discursivos conforme domínios de risco de Kim e Vonortas (2014).

Os fragmentos de percepção de risco, tabulados no Apêndice B, agrupados sob o domínio de risco ‘operacional’, no que se refere ao empreendedor, sugerem que os entrevistados possuem preocupação quanto aos atributos pessoais do empreendedor, sua postura, sua capacidade de execução, de liderança, e do seu comprometimento com a *startup*. Os entrevistados sugerem que o empreendedor brasileiro possui resistência a aceitar erros como parte do processo de aprendizado. No que se refere à *startup* e ao ambiente negocial

brasileiro, os entrevistados percebem riscos relacionados à necessidade de dedicação de muito tempo ao investimento, à burocracia brasileira, à equipe que irá executar o negócio, à legislação trabalhista e à desconsideração da personalidade jurídica.

No tocante aos riscos financeiros, os dados coletados sugerem que os entrevistados percebem riscos referentes à necessidade de futuros aportes, à falta de estratégia futura de saída do investimento, ao risco de se efetuar todo o investimento em uma só etapa e não em parcelas, bem como à inexistência de validação prévia do modelo de negócios trazido pela *startup*.

No tocante aos riscos de mercado, os entrevistados revelam-se preocupados com o tamanho do mercado consumidor, com o diferencial competitivo da *startup* naquele mercado, com a necessidade de conquista de clientes e com as barreiras de entrada para os concorrentes.

Por fim, em relação aos riscos tecnológicos, os dados apontam para a incerteza decorrente do investimento em novas tecnologias, com as quais o mercado ainda não está familiarizado, apesar do reconhecimento de que ideias inovadoras e com maior risco podem trazer maior retorno futuro.

Como se observa do Apêndice B, os entrevistados revelaram ter, preponderantemente, expressado percepção de riscos operacionais. Foram 47 referências a riscos operacionais e 16 de riscos de mercado; os riscos financeiros foram mencionados 15 vezes e os riscos tecnológicos apenas 9 vezes. Talvez a alta percepção de riscos operacionais e o baixo número de riscos tecnológicos identificados sugira que o perfil dos entrevistados possui correlação com os dados obtidos pelo NEP/Gênese-PUC/RJ a respeito do investidor-anjo brasileiro (CALVOSA; FREITAS, 2008, p.6):

[...] o perfil dos investidores anjos brasileiros é bem peculiar, uma vez que os mesmos não possuem significativa base tecnológica, mas sim, elevados conceitos gerenciais, administrativos e jurídicos, bem como, possuem uma cultura de investimento individualista, vis-à-vis, a maioria dos empreendedores nacionais que possuem uma postura muito mais conservadora, implicando, por conseguinte, em longas negociações para uma aceitação de parceiros que de modo geral não são facilmente aceitos pelos empresários, pois estes, diante das suas posturas conservadoras têm receio de comprometer o controle dos seus negócios.

Curiosamente, os entrevistados não se identificaram com alguns riscos apontados pela literatura, como a distância geográfica dos investimentos, a ausência de consulta formal a consultores externos (apesar de serem solicitadas opiniões a membros do grupo de anjos ou colegas), exigência de *business plan* como ferramenta de seleção de investimento e à participação em contratações estratégicas da *startup*. Como se denota da última fala do

terceiro investidor entrevistado (Apêndice F), ao investidor-anjo pode ser mais barato assumir certos riscos e apostar no sucesso da *startup*, do que tentar mitigar todos.

Pelo exposto, conclui-se que os entrevistados estão conscientes de riscos apontados na literatura selecionada no presente trabalho, com preponderância para os riscos do domínio operacional. Em ordem decrescente, os demais riscos apontados pelos entrevistados são dos domínios a seguir: mercado, financeiro e tecnológico. Alguns riscos apontados pela literatura, contudo, não são fontes de preocupação para os entrevistados, em conjunto ou isoladamente.

4.2 ANÁLISE DA IDENTIFICAÇÃO DOS ANJOS COM OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO APONTADOS PELA LITERATURA (DE QUE FORMA)

Quanto à mitigação do risco, considerando o objetivo de confronto com os achados da literatura, as perguntas do tipo ‘de que forma’ foram mais específicas e eventualmente fizeram referência explícita aos mecanismos de mitigação compilados no Quadro 4 e reproduzidos no roteiro de entrevistas (Apêndice A). As respostas dos investidores-anjos foram tabuladas, de modo a permitir visualização do tipo SIM/NÃO de correspondência de cada resposta com o mecanismo de mitigação apontado pela literatura, no Apêndice C.

Com base nas 114 respostas diretas ou indiretas fornecidas pelos entrevistados, a respeito do total de 38 formas de mitigação apontadas no presente trabalho, nota-se preponderância de concordância total ou parcial com a literatura. A quantidade de dados coletados não almeja nem permite a extração de informações estatísticas, porém, apenas para fins de visualização, tem-se que os entrevistados concordam totalmente em 18 casos, concordam parcialmente em 8 casos, discordam parcialmente em 10 casos e discordam totalmente em 2 casos. Em outras palavras, os entrevistados sugerem que a maioria (praticamente 70%) dos mecanismos de mitigação ora compilados são úteis em suas práticas enquanto investidores-anjos.

Os resultados das respostas tabuladas no Apêndice C foram reagrupados nos Quadros 6 a 9 conforme fatores de concordância explicados no capítulo de método.

O Quadro 6 demonstra os casos de perfeita sintonia de todos os entrevistados com os mecanismos de mitigação sugeridos pela literatura ora compilada.

QUADRO 6 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - CONCORDÂNCIA TOTAL

Ref.	Descrição do problema	Mitigação apontada na literatura	Fator de concordância
CONCORDÂNCIA TOTAL			
1	Disponibilidade de tempo do anjo.	Reuniões periódicas, reportes financeiros periódicos; nomear investidor líder.	3/3
4	Sensibilidade do anjo ao risco.	Confirmar se empreendedor analisou o anjo antes de pedir investimento.	3/3
6	Curva de aprendizado do anjo.	Mais <i>due diligence</i> , menos pressa de investir, definir melhor os termos do contrato (<i>term sheet</i>).	3/3
7	Inexperiência do empreendedor para conduzir o negócio.	Fornecer mentoria e <i>feedback</i> ; influenciar decisões estratégicas.	3/3
9	Seleção adversa.	Encontrar-se algumas vezes com o empreendedor antes de partir para a <i>due diligence</i> ; checar com terceiros antes de investir.	3/3
11	Seleção adversa.	Analisar as projeções financeiras; solicitar referências sobre o empreendedor.	3/3
14	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Avaliar quanto o empreendedor está investindo de recursos próprios.	3/3
16	Confiança do empreendedor no investidor.	Melhorar comunicação.	3/3
17	Falta de experiência do anjo.	Cabe ao empreendedor exigir que os anjos tenham familiaridade com o tipo de investimento, para diminuir o risco de mercado, já que o anjo foca no risco do negócio em si.	3/3
18	Falta de experiência do anjo.	Associação com anjos mais experientes.	3/3

Continua

Conclusão

Ref.	Descrição do problema	Mitigação apontada na literatura	Fator de concordância
20	Dificuldade de obter recursos.	Networking.	3/3
24	Teoria da Agência e risco moral.	Liberar recursos conforme metas atingidas.	3/3
25	Tempo de mentoria.	Procurar outra oportunidade.	3/3
28	Seleção adversa	Indicações de investimento a partir de advogados e consultores ' <i>network of trust</i> '.	3/3
31	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> .	Registro e fortalecimento de marcas.	3/3
32	Concorrência.	Melhoria contínua; pesquisa e desenvolvimento.	3/3
34	Arcabouço legal e contábil.	Advogados, contadores e <i>headhunters</i> .	3/3
36	Progresso do investimento em grupo.	Reuniões periódicas de <i>feedback</i> .	3/3
CASOS DE CONCORDÂNCIA TOTAL: 18			

Fonte: elaborado pelo autor.

Como demonstra o Quadro 6, há consenso dos anjos em relação à necessidade de solicitação de reportes periódicos e da nomeação de um investidor-anjo líder. Os entrevistados também concordam com a importância do empreendedor selecionar o anjo de quem pedirá investimento, em razão do investimento-anjo ter a característica de *smart-money*. Igualmente importante é o comprometimento financeiro do empreendedor em termos de recursos próprios, bem como de boa definição de termos contratuais de investimento e mecanismos de comunicação. Os entrevistados são unânimes em afirmar que *feedback* é algo importante para a diminuição de risco da *startup*; a análise de indicadores financeiros e de referências pessoais do empreendedor também possuem relevância.

Os entrevistados apontam a importância de parceria com anjos mais experientes e do uso de seu *networking* para o desenvolvimento da *startup*. Quanto ao fornecimento de recursos, os entrevistados julgam ser importante que o investimento seja liberado em parcelas, conforme metas são atingidas.

Há, também, situações em que apenas dois dos três entrevistados concordaram com os mecanismos de mitigação apontados pela literatura, conforme esclarece o Quadro 7.

QUADRO 7 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - CONCORDÂNCIA PARCIAL

Ref.	Descrição do problema	Mitigação apontada na literatura	Fator de concordância
CONCORDÂNCIA PARCIAL			
5	Investir de modo não profissional ou sem experiência.	Participar de associações de anjos.	2/3
8	Diversificação de risco.	Investimento em grupo; investir em mais de uma <i>startup</i> .	2/3
22	Retorno do investimento.	Desinvestir quando a <i>startup</i> atingir o retorno esperado.	2/3
23	Retorno do investimento.	Estratégia razoável de saída.	2/3
26	Equipe fraca ou incompleta.	Procurar outra oportunidade.	2/3
27	Personalidade do administrador.	Procurar outra oportunidade.	2/3
29	Atingir objetivos financeiros e outros ganhos (satisfação pessoal).	Contrato com linguagem amigável, com vistas a atingir objetivos financeiros e não-financeiros.	2/3
35	Tempo gasto com burocracia.	Educação estratégica para o empreendedor; interação com órgãos governamentais e universidades.	2/3
CASOS DE CONCORDÂNCIA PARCIAL: 8			

Fonte: elaborado pelo autor.

Dois dos três entrevistados concordam com a relevância de se investir através de grupos de anjos para evitar o risco de investimento não profissional ou sem experiência, bem como com a ideia de investimento em mais de uma *startup* (diversificação de carteira) para diluição de risco. A previsão do retorno esperado da *startup* antes de se efetivar o investimento também obtém concordância parcial dos entrevistados, assim como o desinvestimento assim que a *startup* atingir o retorno esperado e a dedicação de parte do tempo pessoal do anjo para o desenvolvimento do ecossistema de investimento-anjo e a educação de empreendedores, investidores e agentes públicos.

Complementarmente, a maioria discorda de alguns dos mecanismos de mitigação de risco apontados pela literatura ora colacionada, como demonstra o Quadro 8.

QUADRO 8 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - DISCORDÂNCIA PARCIAL

Ref.	Descrição do problema	Mitigação apontada na literatura	Fator de concordância
DISCORDÂNCIA PARCIAL			
3	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Melhorar comunicação no <i>Term Sheet</i> , com previsão de deveres específicos de informação.	1/3
10	Seleção adversa.	Pedir opiniões de terceiros independentes.	1/3
12	Seleção adversa - <i>business plan</i> fraco.	Solicitar <i>businessplan</i> com projeções financeiras	1/3
13	Criar valor para propiciar venda para private equity ou outra forma de <i>exit</i> .	Patentes como sinais positivos para investidores.	1/3
15	Tecnologia nova e não testada.	Entrevistar o criador, se possível em conjunto com um expert independente.	1/3
19	Estímulo ao empreendedor.	Ferramentas de estímulo, como <i>stock option</i> , <i>bônus</i> etc.	1/3
21	Retorno do investimento.	Prever tempo para o desinvestimento.	1/3
30	Introdução de novo produto no mercado.	Investimento em marketing.	1/3
37	Equipe fraca ou incompleta.	Contratações estratégicas.	1/3
38	Equipe fraca ou incompleta.	Treinamento.	1/3
CASOS DE DISCORDÂNCIA PARCIAL: 10			

Fonte: elaborado pelo autor.

Dois dos três entrevistados discordam que o *Term Sheet* mais claro seja a solução para contemplar os ganhos não-financeiros almejados pelo investidor-anjo, tal como a satisfação pessoal de participar de um novo empreendimento. Igualmente, dois dos três entrevistados dispensam a solicitação de opinião formal de consultores independentes, ou *business plan* com projeções financeiras para mitigar riscos, pois tais dados seriam

demasiadamente concisos ou otimistas. As patentes são majoritariamente vistas como incompatíveis com o estágio de desenvolvimento da *startup*, assim como bônus e estímulos financeiros similares ao empreendedor. A previsão de meta de tempo para desinvestimento, bem como participação do anjo em investimento em marketing, contratações estratégicas e treinamento também são alvo de discordância da maioria dos entrevistados.

Por fim, os anjos são unânimes em discordar de alguns dos mecanismos de mitigação apontados pela literatura utilizada neste estudo, como apresentado no Quadro 9.

QUADRO 9 - Agrupamento das respostas dos anjos conforme fator de correspondência com a mitigação apontada na literatura - DISCORDÂNCIA TOTAL

Ref.	Descrição do problema	Mitigação apontada na literatura	Fator de concordância
DISCORDÂNCIA TOTAL			
2	Proximidade geográfica.	Investimentos locais ' <i>one hour drive</i> '.	0/3
33	Demora para a empresa se desenvolver.	Contratar VP de vendas.	0/3
CASOS DE DISCORDÂNCIA TOTAL: 2			

Fonte: elaborado pelo autor.

Todos os entrevistados discordam da necessidade de proximidade geográfica dos investimentos e da relevância de se interferir na contratação de Vice Presidente de vendas para alavancar as receitas da *startup*.

Por fim, destaca-se que as respostas dos entrevistados sugeriram mecanismo de mitigação de risco que não foi localizado na literatura pesquisada. Trata-se da estratégia de utilização de mecanismo de dívida conversível em participação societária, de modo que o risco de responsabilização do investidor-anjo (mesmo enquanto quotista ou acionista minoritário) por dívidas da *startup* em caso de desconsideração da personalidade jurídica seja diminuído. O investimento é feito sob a forma de dívida contraída pela *startup* (empréstimo), mas será convertido em participação societária em benefício dos sócios se alguns gatilhos de performance forem atingidos. Se não forem atingidos e a *startup* enfrentar dificuldades financeiras, os investidores-anjos permanecerão apenas como credores da sociedade e não se tornarão sócios, portanto não deverão responsabilizados pelas demais dívidas da *startup*.

Recomenda-se que, a partir dos dados qualitativos ora fornecidos, estudos posteriores aprofundem análises qualitativas e eventualmente utilizem e aprimorem o Apêndice A para a elaboração de pesquisas quantitativas.

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho consistiu na realização de estudo qualitativo a respeito da percepção e do comportamento do investidor-anjo brasileiro frente ao risco existente no investimento em *startups*. Foi motivado pela constatação da atualidade do tema de investimento-anjo no Brasil, bem como pela necessidade de estudos acadêmicos sobre o tema.

O investimento-anjo é uma atividade de risco, em função do alto grau de incerteza existente em uma *startup*, dado seu limitado histórico, sua baixa ou inexistente geração de caixa e a indefinição trazida por negócios com alto potencial inovador. Compreender os riscos enfrentados pelo investimento-anjo e os mecanismos de mitigação apontados pela literatura poderá auxiliar o investidor a se precaver contra alguns destes riscos. Não foram identificados estudos consolidando fragmentos esparsos da literatura, nem os organizando de forma sistemática. Portanto, a identificação de riscos e mecanismos de mitigação, de forma organizada, constitui importante questão.

O presente trabalho foi estruturado com base em revisão bibliográfica, feita a partir das bases Scholar Google, Proquest® e Scielo, bem como a partir das referências encontradas nos textos localizados nestas bases. Inicialmente, foi elaborada revisão teórica com esforço multidisciplinar, com base em autores que escreveram sobre empreendedorismo, investimento, risco, Finanças Comportamentais e investimento-anjo. A partir da leitura destes textos, foi efetuada revisão bibliográfica, para fins de apresentação de conceitos. A revisão bibliográfica buscou agrupar as referências localizadas, a fim de propiciar a elaboração de classificação da literatura com base nas fases do investimento anjo e os domínios de risco utilizados neste estudo.

No intuito de contribuir academicamente com a identificação da literatura a respeito de investimento-anjo, o presente artigo efetuou a identificação de literatura a respeito de investimento-anjo e a seleção de trechos referentes aos riscos existentes em tal modalidade de investimento em *startups*, bem como dos mecanismos de mitigação correspondentes sugeridos pelos autores pesquisados. Uma breve revisão da literatura foi efetuada com vistas a esclarecer alguns conceitos referentes ao investimento-anjo. De posse dos fragmentos de risco apontados pela literatura selecionada, foi possível a elaboração do Quadro 4, para fins de classificação sistemática dos riscos e mecanismos de mitigação identificados. Tais elementos foram agrupados, com base na classificação ora proposta em função das fases do investimento-anjo, bem como dos domínios preponderantes de risco. Estimula-se que tal proposta seja revista ou aprimorada por outros estudos, de modo que seja possível a proposta

de um modelo de mitigação de riscos para investimentos-anjos em *startups*, com aplicações acadêmicas e profissionais.

Os 38 trechos referentes aos riscos localizados na literatura selecionada foram referenciados, inclusive com identificação de página, e agrupados em quadro. Os elementos referentes à percepção de risco e aos mecanismos correspondentes de mitigação foram sumarizados no mesmo quadro. Recomenda-se que estudos futuros complementem o esforço de resumo da bibliografia, bem como que critiquem ou complementem as classificações ora propostas, bem como complementem o referido quadro com riscos identificados em outros artigos eventualmente não abordados aqui.

A partir do levantamento bibliográfico, elaborou-se questionário que serviu de roteiro para entrevistas semiestruturadas. Na primeira parte do roteiro, as perguntas foram feitas com vistas à captura da percepção, por parte dos entrevistados, do risco em investimento-anjo. Tais percepções podem se revelar através de incertezas, expectativas e potencial. As perguntas foram elaboradas de forma mais aberta, sem referência demasiadamente específica ao risco, como forma de estimular o entrevistado a discorrer sobre o tema, com vistas a se obter respostas referentes à pergunta: como o investidor percebe o risco?

A metodologia adotada no presente estudo não objetivou a classificação dos fragmentos de respostas sob as categorias de incerteza, expectativas ou potencial. A entrevista semiestruturada deste trabalho teve por objetivo a investigação empírica sobre fenômeno contemporâneo em profundidade. Futuros estudos podem se dedicar à classificação dos fragmentos de risco (Apêndice B) nas categorias de incertezas, expectativas e potencial.

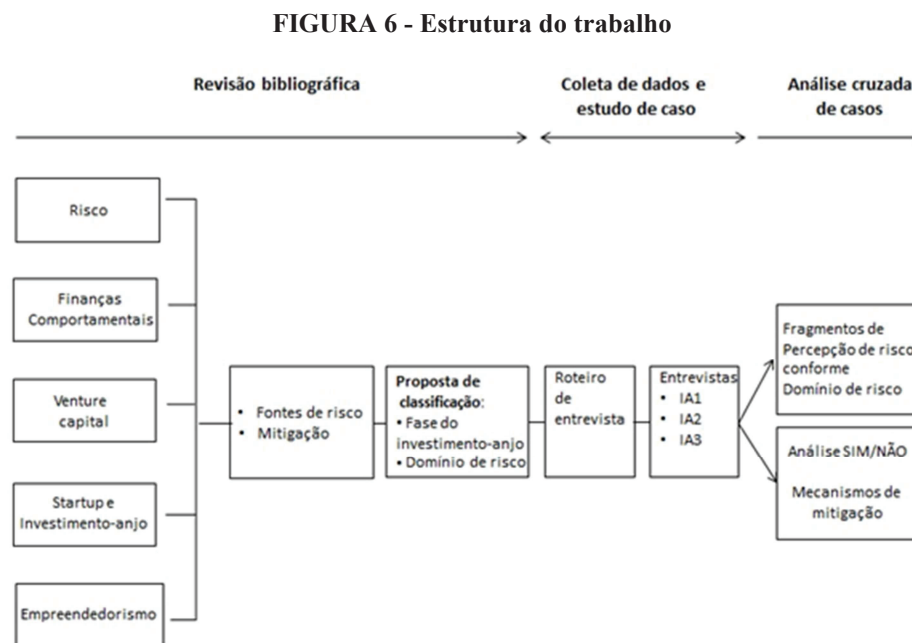
O mesmo roteiro de entrevista estabeleceu perguntas complementares mais específicas, para cada um dos 38 riscos identificados, de forma a capturar respostas para a pergunta: de que forma o investidor-anjo mitiga o risco percebido?

As entrevistas foram conduzidas com três investidores-anjos brasileiros experientes, cujo perfil profissional possui características superiores às dos investidores-anjos pesquisados por Van Osnabrugge e Robinson (2000). Cada entrevista teve duração aproximada de duas horas e foi feita de forma individual com cada anjo, no horário e no local de conveniência de cada um deles. As respostas foram transcritas em sua integralidade, ainda que dados muito particulares tenham sido omitidos para assegurar a confidencialidade dos respondentes. As entrevistas aos anjos selecionados foram oportunidades de desenvolvimento do trabalho, mas foram também especialmente gratificantes, por conta da riqueza de informações e do espírito de colaboração para o desenvolvimento do ecossistema de empreendedorismo.

As respostas fornecidas pelos entrevistados foram transcritas nos Apêndices D a F. A leitura integral de tais transcrições é interessante, para compreensão da mente dos investidores entrevistados.

Com base nas respostas colhidas, os fragmentos referentes às percepções de risco, que apareceram nos discursos de forma mais livre em atenção às perguntas abertas do tipo (COMO) e também no desenvolvimento do raciocínio para formulação das respostas do tipo (DE QUE FORMA), foram agrupados com base nos domínios de risco, de forma a permitir sistematização e síntese dos resultados no Apêndice B. O domínio de risco com a maior quantidade de percepções foi o ‘operacional’. Estimula-se que estudos futuros revisem e critiquem o agrupamento ora proposto. O Apêndice B consiste em tabela com os fragmentos extraídos dos discursos dos anjos, sendo interessante a sua leitura.

A Figura 6 resume a estrutura do presente trabalho:



Fonte: elaborado pelo autor.

Os entrevistados se importam com a personalidade do empreendedor, bem como com sua capacidade de condução de uma *startup*. Investem simultaneamente em diversas empresas, portanto dispõem apenas de tempo de orientação e mentoria, mas não se envolvem diretamente na administração, nem na contratação de pessoal. Querem saber quem é o empreendedor líder e apostam em mecanismos simples de orientação, como *feedback* e reuniões periódicas. Vislumbram resistência do empreendedor brasileiro no tocante às suas experiências e erros anteriores; ao invés de valorizá-los como aprendizado, os

empreendedores, muitas vezes, buscam esconder erros ou imputa-los a terceiros ou fatores externos.

A burocracia brasileira também é alvo de críticas dos entrevistados, em razão do consumo de recursos e tempo que a falta de clareza de regulamentos e a demora de órgãos públicos para prestar serviços podem representar.

Quanto à aplicação das leis, expressam preocupação com eventuais distorções na aplicação na lei trabalhista e fiscal, que podem redundar em responsabilização integral do investidor-anjo, mesmo sendo minoritário e sem autoridade para conduzir a administração da *startup*. Emergem das transcrições das entrevistas dados importantes a respeito da dinâmica do investimento-anjo brasileiro frente ao risco de responsabilização pessoal do investidor-anjo por todo o passivo da *startup*: misto de participação societária com dívidas conversíveis em ações. Recomenda-se que trabalhos futuros estudem este tema.

Os entrevistados também expressam preocupação com riscos financeiros, referentes à necessidade de futuros aportes, à falta de estratégia futura de saída do investimento, ao risco de se efetuar todo o investimento em uma só etapa e não em parcelas, bem como à inexistência de validação prévia do modelo de negócios trazido pela *startup*.

Quanto aos riscos de mercado, extrai-se das entrevistas que as principais preocupações são o tamanho do mercado consumidor, com o diferencial competitivo da *startup* naquele mercado, com a necessidade de conquista de clientes e com as barreiras de entrada para os concorrentes.

Os riscos tecnológicos não foram muito percebidos pelos entrevistados, que citaram incerteza decorrente do investimento em novas tecnologias com as quais o mercado ainda não está familiarizado, apesar do reconhecimento de que ideias inovadoras e com maior risco podem trazer maior retorno futuro.

Quanto às formas de mitigação de risco (DE QUE FORMA), as respostas dos entrevistados foram enquadradas lado a lado, de forma a permitir a avaliação do tipo SIM/NÃO referente à correspondência da prática dos entrevistados com as formas de mitigação apontadas pela literatura, mediante a criação de fator de concordância, cuja escala vai de 3/3 (concordância total) a 0/3 (discordância total). A avaliação do tipo SIM/NÃO está no Apêndice C, na ordem das perguntas relacionadas no roteiro de entrevista (Apêndice A), em que se foram transcritos de forma resumida os trechos de respostas de cada entrevistado. Com tal procedimento, buscou-se facilitar a possibilidade de comparação e análise de conteúdo de cada fala. O resumo de tais resultados está relacionado no item 4.2, sob a forma dos Quadros 6 a 9.

As respostas dos anjos apontam que 26 das 38 formas de mitigação agrupadas neste trabalho (concordância total e concordância parcial somadas) encontram respaldo em suas práticas. Em complemento, 10 das 38 formas de mitigação são endossadas por um dos anjos; apenas duas das 38 formas de mitigação não encontram apelo junto aos anjos. Por se tratar de análise qualitativa, efetuada com base em estudo de caso múltiplo amparado em análise de conteúdo, os resultados em termos percentuais devem servir apenas de referência para críticas e estudos posteriores, sendo, desde já, estimulada a utilização do presente trabalho, sobretudo em seu Quadro 4, como ponto de partida para estudos quantitativos. Por exemplo, futuros estudos poderiam transformar o Apêndice A em questionário para fins quantitativos a serem apresentados a investidores-anjos. Apesar dos investidores entrevistados neste trabalho serem brasileiros, a revisão bibliográfica valeu-se de artigos nacionais e internacionais, portanto estimula-se que a pesquisa seja feita também com investidores estrangeiros.

Os entrevistados foram unânimes em ressaltar que o investimento-anjo tem a característica de *smart-money*, por se tratar de fonte de recursos financeiros aliada a anos de experiência e rede de relacionamentos do investidor-anjo. Por esse motivo, consideram fundamental que o empreendedor seja capaz de bem selecionar e justificar o porquê de ter selecionado aquele investidor específico para o seu negócio. Complementarmente, ressaltam que a demonstração de comprometimento pessoal e de recursos próprios por parte do empreendedor é algo salutar no relacionamento que se forma entre as partes, sendo provável que os investidores busquem referências pessoais dos empreendedores antes de investir. Investem em conjunto, como forma de partilhar preocupações e conhecimentos e, normalmente, liberam os recursos prometidos para o investimento conforme metas são atingidas pela *startup*.

A ideia de diversificação de carteira é entendida como algo relevante para dois dos três entrevistados, porém não emerge propriamente dos discursos dos entrevistados a Teoria de Diversificação de Carteiras de Markowitz, segundo a qual a diluição de investimento em uma carteira de diferentes ativos propiciará diminuição do risco e ganhos na média do investimento, em função da compensação do risco específico de um ativo com os demais. Ainda que se possa entender que tal ideia esteja implícita nas falas, os entrevistados falam mais em termos de melhor seleção das *startups* antes de investir e da maior segurança obtida pelo investidor-anjo ao investir em grupo.

Dois dos três entrevistados consideram que *business plan* e as informações financeiras fornecidas pelos empreendedores podem ser muito otimistas. Acreditam mais nos aspectos pessoais de execução do empreendedor, do que propriamente em tais ferramentas,

apesar de destacarem sua validade enquanto forma de se avaliar o grau de desenvolvimento da *startup*. Em outras palavras, recomenda-se aos empreendedores que dediquem algum esforço para a realização do *business plan* e de projeções financeiras, porém vale muito mais ter um protótipo testado e alguns consumidores dispostos a conversar com os investidores. Igualmente, parece não ser um pré-requisito que os empreendedores busquem se cercar de patentes e outras formalidades. Os entrevistados entendem a preocupação de empreendedores com o segredo industrial, porém acham que o investimento-anjo nasce de uma relação de confiança, portanto a exigência de termo de confidencialidade antes do início de negociações pode ser algo mal interpretado pelos investidores.

Consultores independentes e *experts* não são indispensáveis para a efetivação do investimento-anjo. Os entrevistados buscam opiniões, porém de modo mais informal, ou no próprio grupo de investidores a que pertencem.

Bônus e estímulos financeiros similares ao empreendedor também são vistos como incompatíveis com o investimento-anjo, pois empreendedor e investidor terão que se dedicar para a prosperidade do negócio.

Dois dos entrevistados discordam da necessidade de previsão de meta de tempo para desinvestimento, bem como participação do anjo em investimento em marketing, contratações estratégicas e treinamento.

Por fim, destaca-se que a análise de conteúdo foi efetuada integralmente de forma manual, sem o auxílio de softwares específicos. Trabalhos futuros poderão se valer da base de dados consistente nos Apêndices D a F para reprocessar a análise de conteúdo com softwares.

Igualmente, recomenda-se que as transcrições das entrevistas (Apêndices D a F) sirvam de base para pesquisa de outros temas relacionados ao universo do investimento-anjo, do empreendedorismo, de risco e de Finanças Comportamentais.

No que se refere às limitações deste trabalho, é importante frisar que o presente estudo de casos múltiplos, com entrevistados experientes, apresenta recorte dentro do universo dos investidores-anjos brasileiros. Outros investidores-anjos brasileiros podem ter interesse por outros ramos de investimento ou adotar outras práticas frente ao risco, portanto podem gerar resultados complementares ou divergentes. Outra limitação do presente estudo diz respeito ao enfoque: não se objetivou explorar percalços ou relatos de insucessos dos entrevistados em situações específicas de suas iniciativas de investimento-anjo. Futuros trabalhos poderiam efetuar estudo de caso a respeito de dificuldades enfrentadas no investimento-anjo em determinados eventos, como forma de complementar o presente estudo, que se limitou à percepção de risco e utilidade dos mecanismos de mitigação apontados pela

literatura selecionada. A derradeira limitação do presente estudo diz respeito à base dos textos acadêmicos selecionados para o presente trabalho, pois outros riscos e mecanismos de mitigação talvez se encontrem em artigos não localizados no presente estudo.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. **Banco de dados**. [2014]. Disponível em: <<http://startupbase.com.br/>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

ADLER, T. R.; LEONARD, J. G.; NORDGREN, R. K. Improving risk management: moving from risk elimination to risk avoidance. **Information and Software Technology**, Rochester, NY, v. 41, n.1, p. 29-34, 1999.

AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contract approach to financial contracting. **Review of Economic Studies**, Hudson, NY, v. 59, n. 3, p. 473-494, fev. 1992.

AIDAR, M. M. Tendências do empreendedorismo no Brasil. **GVexecutivo**, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 56-59, jul./dez. 2010.

AMERICAN CAPITAL ASSOCIATION. **Angel Groups, and Angel-Backed Companies**. 2012. Disponível em:<<http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/ACAandAngelGroupBackground09-12.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2015.

AMORÓS, J.E.; BOSMA, N. **Global entrepreneurship monitor 2013: Global Report**. 2013. Disponível em: <<http://gemconsortium.org/report>>. Acesso em: 31 jul. 2015.

ANJOS DO BRASIL. **Slides da palestra de introdução ao investimento-anjo**. 2015. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/apresentaccedilatildeo-sobre-investimento-anjo.html>>. Acesso em: 20 jun. 2015.

ARRUDA, C.; NOGUEIRA, V. S.; COSTA, V. **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, Fundação Dom Cabral, Nova Lima, MG, 2013.

BAMMENS, Y.; COLLEWAERT, V. Trust between entrepreneurs and Angel Investors: exploring positive and negative implications for venture performance assessments. **Journal of Management**, Maastricht, v. 40, n. 7, p. 1980-2008, 2014.

BARDIN, L.; RETO, L. A.; PINHEIRO, A. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1979.

BAZERMAN, M. H. **Processo decisório para cursos de Administração, Economia e MBAs**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

BLOCK, J. H. et al. Trademarks and venture capital valuation. **Journal of Business Venturing**, New York, v. 29, n. 4, p. 525-542, 2014.

BMF BOVESPA. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO)**. São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2015.

BORBA, M. L. D. E.; HOELTGEBAUM, M.; SILVEIRA, A. A produção científica em empreendedorismo: análise do academy of management meeting: 1954-2005. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 169-206, mar./abr. 2011.

BORGES, C.; HASHIMOTO, M.; LIMONGI, R. To plan or not to plan? An analysis of the impact of planning on the disbanding or growth of Brazilian start-ups. **International Journal of Entrepreneurship and Small Business**, Genebra, v. 18, n. 3, p. 349-367, 2013.

BOTELHO, A. J.; DIDIER, D.; RODRIGUEZ, M. Impulsionando o take-off da inovação no Brasil: o investidor anjo. In: ENCONTRO DA ENANPAD, 30., 2006, Salvador, BA. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=149&cod_event>. Acesso em: 31 jul. 2015.

BREALEY, R.; LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, Atlantic City, NJ, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

BUCHANAN, L.; O'CONNELL, A. Uma breve história da tomada de decisão. **Harvard Business Review**, São Paulo, v. 84, n.1, p. 32-41, jan. 2006. Disponível em <<http://www.hbrbr.com.br/textos>>. Acesso em: 30 jun. 2015.

CALVOSA, M.; FREITAS, J. Angel investidor: empreendedorismo fomentado através de uma nova modalidade de investidor. **Revista Cadernos de Administração**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 1-18, jul./dez. 2008.

CAPELLETTO, L. R. **Mensuração do risco sistêmico no setor bancário com utilização de variáveis contábeis e econômicas**. 2006. 259 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CASTROGIOVANNI, G. J. Pre-startup planning and the survival of new small businesses: theoretical linkages. **Journal of Management**, South Carolina, v. 22, n. 6, p. 801-822, 1996.

CNPQ. **Programa Start-Up Brasil**. Brasília, 2014. Disponível em: <http://startupbrasil.org.br/landing/Chamada-CNPq_MCTI_SEPIN-12_2014-Programa-Start-Up-Brasil.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2015.

CONTI, A.; THURSBY, J.; THURSBY, M. Patents as signals for startup financing. **Journal of Industrial Economics**, Cambridge, MA, v. 61, n. 3, p. 592-622, 2013.

COOPER, D.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Ed. Bookman, 2003.

CUSINATO, R. T. **Teoria da decisão sob incerteza e a hipótese da utilidade esperada: conceitos analíticos e paradoxos**. 2003. 181 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, 2003.

D'ASCENZO, C. J. **A case study on preinvestment behavior and deal flow in an angel investment group**. 2009. 198 f. Dissertação (Management)-University of Phoenix, Arizona, 2009.

DAMODARAN, A. **Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges**. June 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1418687>. Acesso em: 20 jun. 2015.

DAVILA, A.; FOSTER, G.; GUPTA, M. Venture capital financing and the growth of startup firms. **Journal of Business Venturing**, New York, v. 18, n. 6, p. 689-708, 2003.

DEMAZIÈRE, D.; DUBAR, C. **Analyser les entretiens biographiques. L'exemple de récits d'insertion**. Paris: Nathan, 1987.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **The Academy of Management Review**, New York, NY, v. 14, n. 4, p. 532, Oct. 1989.

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

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Risk reduction and portfolio size: an analytical solution. **Journal of Business**, Chicago, v. 50, n. 2, p. 415–437, Oct., 1977.

ENGELMAN, R.; FRACASSO, E. M. Contribuição das incubadoras tecnológicas na internacionalização das empresas incubadas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 48, n. 1, p. 165-178, 2013.

FERNANDES, D. V. D. H.; SANTOS, C. P. Orientação empreendedora: um estudo sobre as consequências do empreendedorismo nas organizações. **RAE eletrônica**, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 1-28, jan./jun. 2008. Disponível em <<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=4435&Secao=ARTIGOS&Volume=7&Numero=1&Ano=2008>>. Acesso em: 20 jun. 2015.

FREEAR, J.; SOHL, J. E.; WETZEL, W. Angles on angels: financing technology-based ventures - a historical perspective. **Venture Capital**, Whittemore, MI, v. 4, n. 4, p. 275-287, Oct. 2002.

GESTÃO & NEGÓCIOS. **Eles acreditam em você**. São Paulo: Escala, n. 52, p. 38-39, fev. 2013.

GONZAGA, R. P.; YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. Relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 24, n. 3, p. 103-118, jul./set. 2013.

HART, O. Financial contracting. **Journal of Economic Literature**, Cambridge, MA, v. 39, n. 4, p. 1079-1100, 2001.

_____; MOORE, J. Foundations of incomplete contracts. **The Review of Economic Studies**, Cambridge, MA, v. 66, n. 1, p. 115-138, 1999.

HUDSON, M.; KOSS, A. M. **Best practice guidance for Angel Groups**: deal structure and negotiation. Disponível em: <http://angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/A_CEF_BEST_PRACTICES_Deal_Structuring.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2015.

IBRAHIM, D. M.; ROGERS, J. E.; EV, L. R. The (not so) Puzzling Behavior of Angel Investors. **Arizona Legal Studies**, Tucson, AZ, v. 16, n. 07, p. 2-47, Feb. 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, NY, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONES, G. R. Managing internal corporate entrepreneurship: an agency theory perspective. **Journal of Management**, South Carolina, v. 18, n. 4, p. 733-749, Dec. 1992.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. **American Economic Review**, Cambridge, MA, v. 8202, n. 91, p. 426-430, Apr. 2001.

KEIZER, J. A.; HALMAN, J. I. M.; SONG, M. From experience: applying the risk diagnosing methodology. **Journal of product innovation management**, Hoboken, NJ, v. 19, n. 3, p. 213-232, 2002.

KENNEDY, M., **60 Four Mark Kennedy Private Equity** [2015]. Disponível em <<http://www.60four.co.uk/>> Acesso em: 20 jul. 2015.

KIM, Y.; VONORTAS, N. S. Managing risk in the formative years: evidence from young enterprises in Europe. **Technovation**, Amsterdam, NL, v. 34, n. 8, p. 454-465, May 2014.

LA ROVERE, R. L.; VILARINHOS, P. M.; SOUZA, T. A. B. Entrepreneurship and Venture Creation in Brazil: key policy issues. In: _____; OZÓRIO, R.; JESUS MELO, L. (Eds.). **Entrepreneurship in BRICS: policy and research to support entrepreneurs**. New York: Springer, p. 47-63, 2015.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

LEMONS, D. C.; BAZZO, W. A. A administração como uma ciência social aplicada: integrando ciência, tecnologia e sociedade no ensino de administração. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 3, p. 1-14, 2011.

MAGALHÃES, J. M.; DAUDT, C. G.; PHONLOR, P. R. Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do venture capital. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, PR, v. 13, n. 4, p. 583-603, 2009.

MAHAPATRA, T. The exit phase of individual angels, angel syndicates and corporate angels. **Journal of Management Research**, Behrampur, India, v. 14, n. 2, p. 87-100, Apr./Jun.2014.

MANGRAM, M. E. A simplified perspective of the Markowitz Portfolio Theory. **Global Journal of Business Research**, Rochester, NY, v. 7, n. 1, p. 59-70, 2013.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, Chicago, IL, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTINS, D. Investimento Anjo no Brasil cresce 11% em 2014. **Valor Economico**. São Paulo, 25 nov. 2014.

MC FADDEN, D. L. Econometric Analysis of Qualitative Response Models. **Handbook of Econometrics**, Amsterdam, v. 2, n.1, p. 1396-1457, 1984.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, São Carlos, SP, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan./abr. 2008.

MIZUMOTO, F. M. et al. A sobrevivência de empresas nascentes no estado de São Paulo: um estudo sobre capital humano, capital social e práticas gerenciais. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 45, n. 4, p. 343-355, out./dez. 2010.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Cambridge, MA, v. 13, n. 2, p. 187-221, Jul. 1984.

PELTIER, T. R. Risk Analysis and risk management. **Information Securities System**, Florence, KY, v. 13, n. 4, p. 44-56, Sep./Oct. 2004.

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

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria**: modelos e previsões. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2004.

RAMADANI, V. Business angels: who they really are. **Strategic Change**, Malden, MA, v. 18, n. 7/8, p. 249-258, Nov. 2009.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Programas oferecidos pelas incubadoras brasileiras às empresas incubadas. **RAI: revista de administração e inovação**, São Paulo, SP, v. 6, n. 1, p. 83-107, 2009.

RAYMUNDO, G. V.; RAYMUNDO, G. V. Responsabilidade dos sócios e administradores das sociedades empresárias nas relações trabalhistas e o instituto da penhora online. **Revista Intersaberes**, Curitiba, v. 3, n. 6, p. 249-275, 2012.

ROBB, A. M.; ROBINSON, D. T. The capital structure decisions of new firms. **Review of Financial Studies**, Cambridge, MA, v. 27, n. 1, p. 153-179, Aug. 2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. D. **Fundamentals of corporate finance**. Boston: McGraw-Hill Education, 2008.

SEBRAE. **Causa mortis**. São Paulo: SEBRAE, 2014a. Disponível em: <http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/causa_mortis_2014.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2015.

_____. **Doze anos de monitoramento da sobrevivência e mortalidade de empresas**. São Paulo: SEBRAE, 2010. Disponível em: <http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/mortalidade_12_anos.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2015.

_____. **Relatório de impacto SGE 2014**. São Paulo: SEBRAE, 2014b. Disponível em: <http://semanaglobal.org.br/uploads/assets/files/RelatorioSGE2014_SEBRAE.pdf> Acesso em: 31 jul. 2015.

SHANE, S. The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. **Quarterly Journal of Finance**, Los Angeles, v. 12, n. 2, p. 2-47, Aug. 2012.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, Walden, MA, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SITKIN, S. B.; PABLO, A. L. Reconceptualizing the determinants of risk behavior. **Academy of Management Review**, New York, NY, v. 17, n. 1, p. 9-38, Jan. 1992.

SOHL, J. The private equity market in the USA: lessons from volatility. **Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance**, London, v. 5, n. 1, p. 29-46, 2003.

SPINA, C. A. **Investidor anjo: como conseguir investidores para seu negócio**. 2. ed. São Paulo: NVersos, 2015.

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

THEODORSON, G. A.; THEODORSON, A. G. **A modern dictionary of sociology**. London: Methuen, 1970.

VAN OSNABRUGGE, M.; ROBINSON, R. J. **Angel investing: matching start-up funds with start-up companies: a guide for entrepreneurs and individual investors**. San Francisco: Jossey-Bass, 2000.

WEINSTEIN, N. D. Unrealistic optimism about future life events. **Journal of Personality and Social Psychology**. Hudson, NY, v. 39, n. 5, p. 806-820, 1980.

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

WILSON, F.; VENTURES, U. S.; MCCLURE, D. **Why you need to diversify when investing in startups**. June 2014. Disponível em: <<https://wefunder.me/post/45-why-you-need-to-diversify-when-investing-in-startups>>. Acesso em: 31 jul. 2015.

WILSON, K. E. **Financing high-growth firms: the role of angel investors**. Dec. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1983115>. Acesso em: 20 jun. 2015.

WILTBANK, R.; BOEKER, W. **Returns to Angel Investors in Groups**. Nov. 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028592>. Acesso em: 31 jul. 2015.

WORLD BANK. **Ease of Doing Business in Brazil**. 2015. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreconomies/brazil>> Acesso em: 16 jun. 2015.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2014.

YOSHINAGA, C. E. et al. Finanças comportamentais: uma introdução. **REGE - Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 25-35, 2008.

ZUR MÜHLEN, M.; ROSEMAN, M. Integrating Risks in Business Process Models. In: AUSTRALASIAN CONFERENCE ON INFORMATION SYSTEMS (ACIS), 16., 2009, Sidney. **Proceedings...** Sidney: NSW, 2005. p. 62-72.

APÊNDICE A –ROTEIRO DE ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
1	Governança	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 194-199	Operacional	Disponibilidade de tempo do anjo.	Como sua disponibilidade de tempo pode ajudar as <i>startups</i> ?	Reuniões periódicas, reportes financeiros periódicos; nomear investidor líder.	De que forma você monitora o desempenho? Sozinho, ou com outros anjos?
2	Governança	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 28	Operacional	Proximidade geográfica.	Como a distância influencia no investimento em startup? Torna mais arriscado?	Investimentos locais ' <i>one hour drive</i> '.	Quão perto precisa estar a <i>startup</i> ?
3	Governança	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 458	Operacional	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Qual sua expectativa em relação aos dados fornecidos pelo empreendedor?	Melhorar comunicação no Term Sheet, com previsão de deveres específicos de informação.	Seu <i>Term Sheet</i> prevê deveres de informação sobre dados específicos?
4	Governança	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Operacional	Sensibilidade do anjo ao risco.	Que tipos de investimentos você descarta em função do risco?	Confirmar se empreendedor analisou o anjo antes de pedir investimento.	Importa saber se e por que o empreendedor lhe escolheu para pedir investimento?
5	Governança	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 38	Operacional	Investir de modo não profissional ou sem experiência.	Há anjos inexperientes, mas, mesmo assim, ativos? Como o fator 'experiência' afeta o desempenho do anjo?	Participar de associações de anjos.	De que forma a organização dos investidores influencia no risco? Há maneira de mitigar?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
6	Governança	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 211	Operacional	Curva de aprendizado do anjo.	Como você se tornou anjo? Como suas características pessoais afetam, positiva e negativamente sua atividade?	Mais <i>due diligence</i> , menos pressa de investir, definir melhor os termos do contrato (<i>term sheet</i>).	Há pressa para fechar o investimento antes de outros anjos? Que cuidados são tomados?
7	Governança	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 212	Operacional	Inexperiência do empreendedor para conduzir o negócio.	A experiência do empreendedor é um fator decisivo? Como?	Fornecer mentoria e <i>feedback</i> ; influenciar decisões estratégicas.	Qual seu nível de participação para o desenvolvimento do empreendedor?
8	Seleção do Investimento	(D'ASCENZO, 2009) p. 159	Financeiro	Diversificação de risco.	Como você aloca seus recursos em <i>startups</i> ?	Investimento em grupo; investir em mais de uma <i>startup</i> .	Dilui o investimento com outros anjos? Usa diversificação como estratégia?
9	Seleção do Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 158	Financeiro	Vieses comportamentais.	Você investe com base naquilo que o empreendedor conta, se estiver predisposto e gostar do mercado? Como você avalia aquilo que o empreendedor relata?	Encontrar-se algumas vezes com o empreendedor antes de partir para a <i>due diligence</i> ; checar com terceiros antes de investir.	De que forma o anjo calcula o timing para tomar ou não a decisão de investir?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
10	Seleção do Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 159	Financeiro	Vieses comportamentais.	Você investe com base naquilo que o empreendedor conta, se estiver predisposto e gostar do mercado?	Pedir opiniões de terceiros independentes.	Você conversa com consultores antes de investir?
11	Seleção do Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 160-161	Financeiro	Vieses comportamentais.	Você se encontra com o empreendedor antes de investir? Quantas vezes?	Analisar as projeções financeiras; solicitar referências sobre o empreendedor.	De que forma o anjo analisa o empreendedor e a <i>startup</i> ?
12	Seleção do Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 160-161	Financeiro	<i>Business plan</i> fraco.	Fale sobre o elevador pitch e o <i>business plan</i>	Solicitar <i>businessplan</i> com projeções financeiras	O que v. exige em um <i>business plan</i> ?
13	Seleção do Investimento	(CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013) p. 30	Financeiro	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> ou outra forma de <i>exit</i> .	Há risco de uma <i>startup</i> com alto potencial tecnológico deixar de atrair fundos de <i>private equity</i> no futuro? Qual?	Patentes como sinais positivos para investidores.	O registro de patentes seria uma estratégia para atrair compradores no futuro?
14	Seleção do Investimento	(MYERS; MAJLUF, 1984) p.17	Operacional	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Há risco do empreendedor arriscar o dinheiro do anjo e não o dele próprio? Qual?	Avaliar quanto o empreendedor está investindo de recursos próprios.	Importa saber, percentualmente, quanto o empreendedor está investindo de seu patrimônio?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
15	Seleção do Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 167	Tecnológico	Tecnologia nova e não testada.	Qual seu interesse em tecnologia 'disruptiva'?	Entrevistar o criador, se possível em conjunto com um expert independente.	De que forma o anjo pode se convencer, tecnicamente, a investir?
16	Due Diligence	(BAMMENS; COLLEWAERT, 2012) p. 5	Operacional	Confiança do empreendedor no investidor.	"Angels or demons"? O empreendedor confia no anjo?	Melhorar comunicação.	Você se esforça em melhorar a comunicação com o investidor desde os primeiros contatos e antes mesmo de decidir investir?
17	Due Diligence	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Financeiro	Falta de experiência do anjo.	Qual sua impressão da <i>startup</i> em ramo totalmente diverso do seu que lhe propõe sociedade?	Cabe ao empreendedor exigir que os anjos tenham familiaridade com o tipo de investimento, para diminuir o risco de mercado, já que o anjo foca no risco do negócio em si.	Como o empreendedor pode sinalizar que está atento à necessidade de conselhos específicos para o ramo da <i>startup</i> ?
18	Due Diligence	(D'ASCENZO, 2009) p. 155	Operacional	Falta de experiência do anjo.	Você aprende com outros anjos?	Associação com anjos mais experientes.	Você se associa com anjos mais experientes?
19	Due Diligence	(JONES, 1992) p. 755	Operacional	Estímulo ao empreendedor.	O empreendedor é um bom administrador?	Ferramentas de estímulo, como <i>stock option</i> , <i>bônus</i> etc.	O term sheet prevê incentivos, como <i>stock option</i> , <i>bonus</i> etc?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
20	Decisão de Investimento	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Financeiro	Dificuldade de obter recursos.	Fale sobre a necessidade da <i>startup</i> começar a criar receita.	Networking.	Você busca promover a <i>startup</i> perante seus colegas, a fim de buscar receitas dentro de seu networking?
21	Decisão de Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 202	Financeiro	Retorno do investimento.	Qual o tempo de retorno médio?	Prever tempo para o desinvestimento.	Em sua decisão de investimento, você prevê quando irá desinvestir caso a caso?
22	Decisão de Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 203-210	Financeiro	Retorno do investimento.	Quando se pode dizer que o investimento gerou retorno?	Prever retorno esperado.	Se houver uma previsão de retorno esperado, atingida a meta você desinveste?
23	Decisão de Investimento	(SUDEK, 2006) p. 101	Financeiro	Retorno do investimento.	Quando se pode dizer que o investimento gerou retorno?	Estratégia razoável de saída.	Você vislumbra diferentes estratégias de desinvestimento?
24	Decisão de Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), p. 181	Financeiro	Teoria da Agência e risco moral.	Há risco de se colocar todo o investimento de uma só vez na <i>startup</i> ?	Liberar recursos conforme metas atingidas.	Existe previsão de liberação de fundos com base em metas atingidas?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
25	Decisão de Investimento	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 202	Operacional	Tempo de mentoria.	O que dizer de uma ideia boa e viável, mas que exigirá muito do seu tempo?	Procurar outra oportunidade.	Se ainda não for a hora de receber o investimento, o empreendedor é estimulado a voltar com algo mais maduro?
26	Decisão de Investimento	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5	Operacional	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer de uma ideia boa e viável, mas que exigirá muito do seu tempo?	Procurar outra oportunidade.	Vale à pena investir se o staff for incompleto?
27	Decisão de Investimento	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5	Operacional	Personalidade do administrador.	Há empreendedores de difícil trato?	Procurar outra oportunidade.	Vale à pena ter um sócio majoritário com personalidade difícil?
28	Decisão de Investimento	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008)p. 27	Operacional	Seleção adversa	Há razão e emoção na escolha de uma <i>startup</i> ?	Indicações de investimento a partir de advogados e consultores ' <i>network of trust</i> '.	Você pede opinião aos seus consultores e advogados de confiança?
29	Decisão de Investimento	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 47	Operacional	Atingir objetivos financeiros e outros ganhos (satisfação pessoal).	Fale dos ganhos não financeiros do investimento-anjo.	Contrato com linguagem amigável, com vistas a atingir objetivos financeiros e não-financeiros.	O <i>term sheet</i> aborda esses ganhos pessoais? De que forma?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
30	Decisão de Investimento	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Tecnológico	Introdução de novo produto no mercado.	Qual o custo x benefício de uma <i>startup</i> realmente inovadora?	Investimento em marketing.	Familiarizar o consumidor com um novo produto seria estratégico?
31	Monitoramento pós-investimento	(BLOCK et al., 2014) p. 32	Financeiro	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> .	O que cria valor em uma <i>startup</i> ? Que medidas melhoram sua possibilidade de saída com lucro quando chegar o momento de desinvestir?	Registro e fortalecimento de marcas.	Você foca na fidelização da marca?
32	Monitoramento pós-investimento	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463	Mercado	Concorrência.	Existe pressão da concorrência?	Melhoria contínua; pesquisa e desenvolvimento.	Se o produto precisar de melhorias, o ano investe mesmo assim?
33	Monitoramento pós-investimento	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 7	Operacional	Demora para a empresa se desenvolver.	Como a maturidade ou sua falta podem influenciar o desempenho da <i>startup</i> ?	Contratar VP de vendas.	Você foca na contratação da equipe de vendas?
34	Monitoramento pós-investimento	(DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003) p. 691	Operacional	Arcabouço legal e contábil.	Como a burocracia influencia no investimento?	Advogados, contadores e <i>headhunters</i> .	Sua equipe de ' <i>network of contacts</i> ' (advogados, contadores, <i>headhunters</i> etc.) é chamada a auxiliar a <i>startup</i> ?

	Fases	Autor e obra	DOMÍNIOS (KIM; VONORTAS, 2014)	Descrição sumária do problema	Pergunta voltada à percepção de risco (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à mitigação (DE QUE FORMA)
35	Monitoramento pós-investimento	(LA ROVERE; VILARINHOS; DE SOUZA, 2015) p. 65	Operacional	Tempo gasto com burocracia.	Como a burocracia influencia no investimento?	Educação estratégica para o empreendedor; interação com órgãos governamentais e universidades.	Você participa de associações para melhorar o ecossistema de investimento-anjo, do ponto de vista burocrático e da educação ao empreendedor?
36	Monitoramento pós-investimento	(D'ASCENZO, 2009) p. 154	Operacional	Progresso do investimento em grupo.	Quais os riscos de se investir em conjunto com outros anjos?	Reuniões periódicas de <i>feedback</i> .	Os anjos falam entre si? Periodicamente? Sem a presença do empreendedor?
37	Monitoramento pós-investimento	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 457	Operacional	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer da equipe trazida pelo empreendedor?	Contratações estratégicas.	Você participa das contratações estratégicas?
38	Monitoramento pós-investimento	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 457	Operacional	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer da equipe trazida pelo empreendedor?	Treinamento.	Há previsão de gastos com treinamento?

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B–TRANSCRIÇÃO DE FRAGMENTOS DE PERCEPÇÃO DE RISCO IDENTIFICADOS NOS DISCURSOS DOS ENTREVISTADOS, CLASSIFICADOS SEGUNDO O DOMÍNIO PREPONDERANTE DE RISCO

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
OPERACIONAL	<p>“[...] risco de o investidor que está apresentando lá não só o dinheiro, mas aporte intelectual não ter o conhecimento específico.”</p> <p>“[...] eles (empreendedores) não tem o desejo de compartilhar (conhecimento).”</p> <p>“[...] tudo que ela desenvolve deveria ficar retido para a organização e na realidade não fica, no máximo que fica disperso, espalhado e ela vai embora seguindo a carreira dela.”</p> <p>“[...] em um dos empreendedores brilhava o olho dele pelo produto e o outro brilhava pelo modelo de negócio [...] E aí esse exercício foi fundamental para a gente descobrir que eles não estavam juntos.”</p> <p>“[...] eu estou tão encantado que já que o grupo não quer investir então eu acho que eu vou arriscar, eu vou investir sozinho.”</p> <p>“[...] quando eu apresento para o grupo eu viro um padrinho, entendeu? Eu estou me responsabilizando com a ideia.”</p> <p>“[...] se ele está buscando um sócio por causa de aspectos financeiros... ele tem que buscar um sócio do segmento”</p>	<p>“[...] não tem tempo para se dedicar um pouco dando <i>coaching</i> [...]”</p> <p>“[...] muito importante é obviamente quem é o empreendedor[...].”</p> <p>“[...] diferencial competitivo que esse empreendedor vai trazer[...].”</p> <p>“[...] então o empreendedor ele tem que saber exatamente onde ele é muito bom e onde ele não é bom e nesse lado ele tem que trazer pessoas que vão complementá-lo.”</p> <p>“Uma das coisas mais fáceis para você como empreendedor contratar são as pessoas com a mesma cara, aquela pessoa que aceita até mesmo perante você então você está super confortável.”</p> <p>“[...] então o que esse investidor traz de diferente, qual é a experiência dele, a equipe também, como eles estão alinhados em termos percentuais da empresa?”</p> <p>“Eu nem sabia que iam abrir um restaurante, quer dizer, já desviaram do foco e ele tinha um salário muito alto, tinha mordomias, carros, aí contratava funcionários amigos australianos que ficam mais bebendo do que...”</p>	<p>“[...] Então se ele estiver interessado no meu dinheiro, provavelmente eu não vou investir nele. Então se ele tiver interesse em alguém que agregue valor para ele, aí a conversa evolui.”</p> <p>“[...] pelo que ele já executou até aquele momento com os seus recursos próprios.”</p> <p>“[...] capacidade de execução[...].”</p> <p>“[...] o problema é quando você tenta esconder o erro, não se aprende com o erro, aí é um problema sério.”</p> <p>“[...] justamente por não conhecer (uma startup de ramo diversamente diferente do seu) você acaba tendo uma incógnita maior. Então a percepção inicial de risco pode ser maior.”</p> <p>“[...] bom empreendedor é aquele que sabe vender bem o negócio dele, não obrigatoriamente é um bom administrador.”</p> <p>“[...] a gente descarta, eu acho que, tem pessoa que é muito resistente a ouvir <i>feedbacks</i>, é uma coisa que não faz muito sentido a gente atuar.”</p>

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
	<p>“[...] a gente vê muito isso. Tem uma tendência de eles encontrarem, convidarem os amigos. Os amigos da escola, vizinho, parente etc. e não avaliam devidamente qual o background de cada um ou o que cada um pode trazer.”</p> <p>“[...] os empreendedores não são tocadores de fato. Eu acho que o risco maior está aí. E aí você precisaria aportar como se fosse um co-CEO. Quem se intitula CEO normalmente é o empreendedor que teve a ideia e ele tem que ter a humildade [...].Jele se considera o dono da ideia [...] o líder, o CEO que se intitula CEO, o investimento anjo cai 70% sobre ele. 70% do risco está em quem é essa pessoa, em que ele acredita e como ele executa.”</p> <p>“[...] se você não tem quem faça o papel de CEO de forma espontânea, nata, que você perceba, você pode ter um problema.[...] Por falta de experiência, de estilo, de comportamento.”</p> <p>“[...] um projeto que tem um risco trabalhista enorme.”</p> <p>“[...] falta de gente competente, por falta de estrutura em processos.”</p> <p>“[...] com certeza qualquer escritório de advocacia orientaria, especializado em investimento-anjo estaria orientando.”</p> <p>“[...] o investidor-anjo não pode ser</p>	<p>“Na maioria das vezes eu acho que (o empreendedor) não (é um bom administrador.”</p> <p>“Então tem gente que nem participou do processo, mas sabe quem analisou, alguém que conhece o setor e pode tomar decisão. Tá bom eu vou investir vinte mil reais. Nem conheci direito o empreendedor, mas vi lá que vocês fizeram um estudo então eu me sinto confortável.”</p> <p>“Porque se a gente começar fazer muito <i>case by case</i>(o contrato de investimento) aí ficar aquela negociação interminável.”</p> <p>“[...] dependendo da experiência do investidor ele vai querer ver controles, relatórios o que ele vê no dia a dia aí como profissional de uma grande empresa.”</p> <p>“[...] eu não posso entrar num negócio como investidor-anjo imaginando que eu vou me dedicar muito tempo.”</p> <p>“[...] gasta-se muito tempo com questões burocráticas no Brasil.”</p> <p>“[...] as questões trabalhistas, os impostos é tudo muito complicado.”</p> <p>“Então você chega num cliente com três cartões diferentes, um do Brasil, um de</p>	<p>“[...] (empreendedores) tomaram as decisões em função de imaturidade, foram muito a ferro e a fogo as coisas.”</p> <p>“[...]já investi em empresa que o cara não tinha perfil no negócio, achava que depois iria dar um jeito para resolver os problemas e não teve jeito.”</p> <p>“[...] a gente acha que a postura dele não está sendo saudável, em vários aspectos.”</p> <p>“[...] a empresa está queimando dinheiro, e às vezes queima mais tempo do que deveria porque coisas burocráticas não são resolvidas na velocidade que precisavam ser resolvidas.”</p> <p>“[...] questão da desconsideração da pessoa jurídica, [...] vou responder com o meu patrimônio pessoal?”</p> <p>“[...] riscos são justamente decorrentes do relacionamento entre os investidores, você também tem que pré-estabelecer como é que vai ser esse sistema de relacionamento entre os investidores.”</p> <p>“[...] o cara tenta uma coisa e não dá certo e ele continua insistindo na mesma coisa, aí é problema, aí o negócio morreu.”</p> <p>“[...]a historia do empreendedor é sempre bonita, perfeita, linda e</p>

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
	<p>penalizado pelas leis trabalhistas que existem no país.”</p> <p>“[...] ainda percebo uma dificuldade nisso ter eco fora desse ecossistema, a gente precisava levar mais pra cima, chegar mais realmente no Governo, Congresso.”</p> <p>“[...] a gente percebe que o brasileiro não foi aculturado, educado pra lidar com falhas, com erros.”</p>	<p>Nova Iorque e outro de Tóquio de um cliente só isso traz uma imagem negativa.”</p>	<p>maravilhosa.”</p> <p>“[...]<i>feeling</i>. Então esse cara é um cara que me bate, é um cara que sabe o que está falando e sabe o que tem que ser feito.”</p>
FINANCEIRO	<p>“[...] risco de seus colegas investidores desistirem no meio do tempo.”</p> <p>“[...] quando eu apresento para o grupo eu viro um padrinho, entendeu? Eu estou me responsabilizando com a ideia.”</p> <p>“[...] têm alguns negócios que são encantadores, mas que não tem muito bem definida uma estratégia de saída.”</p> <p>“[...] 50% das vezes os empreendedores preferem utilizar o recurso do anjo enquanto não está validado o modelo de negócio porque o risco é muito grande.”</p>	<p>“[...] um negócio muito arriscado que a geração de fluxo de caixa não é tão certa assim [...] não vai sair um financiamento barato.[...] ainda mais no Brasil que os juros são altos”</p> <p>“Mas se você não atingir (as metas), nós não temos obrigatoriedade de colocar o saldo.”</p> <p>“As dificuldades políticas e econômicas do Brasil dificultam as saídas porque o mercado pode ficar fechado por um tempo.”</p> <p>“Isso daqui vai demorar e pode ser que perca 100%. Não vem reclamar depois que você esperava por aquele dinheiro e depois de cinco anos comprar uma casa.”</p>	<p>“[...] histórico que a gente tem hoje, principalmente internacional, é que você vai ter mais fracasso do que sucesso.”</p> <p>“[...]você olha no projeto financeiro dele, ele coloca um <i>pro-labore</i> para ele o que seria o salário de mercado dele, ai cara, esquece.”</p> <p>“[...]se a gente sabe que o cara tem capital e não está pondo o capital dele, ai tem alguma coisa errada”</p> <p>““[...] o capital é do investidor que está pondo lá então você não vai poder decidir sozinho, exemplo bem simples, bem objetivo. Negócios com partes relacionadas: ah eu vou lá e vou contratar a firma da minha irmã para fazer um negócio para mim [...] (há conflitos de interesse.”</p> <p>“[...] ela crescer o suficiente para atrair um grande investidor, esse investidor comprar a sua participação, mas é uma alternativa menos interessante, e o <i>IPO</i></p>

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
			<p>aqui no Brasil não é uma realidade.”</p> <p>“[...] dividir o investimento em <i>tranches</i>, divido em parcelas e cada parcela é condicionada a condições mínimas lá necessárias.”</p> <p>“É mais barato às vezes você tomar o risco, descobrir se aquilo vai dar certo ou não, do que tentar evitar o risco[...].”</p>
MERCADO	<p>“[...] o risco de que sua ideia não seja bem aceita pelo mercado”</p> <p>“[...] investimentos que requerem constantes aportes para crescer.”</p> <p>“[...] estão no estágio ainda de desenvolvimento, de maturidade ou de MVP.”</p> <p>“[...] tem alguns negócios que são encantadores, mas que não tem muito bem definida uma estratégia de saída.”</p> <p>“[...] ele não pode aumentar o pró-labore dele se não for aprovado em Conselho. Ele não pode introduzir um novo benefício que gere custos que não esteja no plano de negócios aprovados no ano.”</p> <p>“[...] de um dia para a noite ele muda o produto, ele muda o mercado e aí a probabilidade de ir para o brejo é muito grande.”</p> <p>“[...] para quem eu vou vender, qual é o</p>	<p>“É o primeiro a entrar no mercado? [...] Qual o tamanho do mercado potencial [...]”</p> <p>“[...] quais são as barreiras de entrada para os concorrentes [...]”</p> <p>“Não tem produto final, não tem cliente? A gente nem avança.”</p>	<p>“[...] não é um negocio muito de nicho, muito setorial, muito restrito.”</p> <p>“[...] normalmente a gente assume alguns riscos, tipo risco mercadológico, o próprio risco de execução a gente busca mitigar.”</p> <p>“[...] será que aquilo que ele está propondo é realmente a solução.”</p> <p>“[...] não tem receita nenhuma, porque, não sabe nem sequer se ele vai conseguir gerar receita com aquilo ou não.”</p>

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
	<p>tamanho do negócio daqui três anos ou cinco anos.”</p> <p>“[...] quanto dinheiro investido vai ser aplicado na evolução, na construção da marca, nos resultados de negócios. E às vezes a gente pega alguns casos onde ele está alocando a maior parte do dinheiro para melhorar o produto, no âmbito técnico.”</p> <p>“[...] é muito comum os empreendedores e principalmente os mais jovens acharem que é pôr o <i>app</i> no ar e ele vai se vender sozinho pelo processo digital ou se for numa relação <i>B2B</i> que vai contratar uma equipe de representantes, de executivos de conta e que vai conquistar contas relevantes em curto espaço de tempo.”</p>		
TECNOLOGICO	<p>“[...] se você está falando de <i>design</i>, de <i>hardware</i>, de algo revolucionário e inovador você tem esse pré-requisito (patentes), mas você não consegue fazer no estágio de uma <i>startup</i>. Então é um dilema que esses empreendedores ficam toda vez que se depara com uma situação dessas.”</p> <p>“[...] a tecnologia não vai se justificar também não, não vai ser aceita no mercado porque você tem que ter essa visão de futuro.”</p> <p>“[...] tiveram a visão de que aquele tipo de tecnologia levaria de dez a vinte anos para ser adotada de fato comercialmente. [...] Hoje passaram-se vinte anos e não</p>	<p>“Um produto para transformar ar poluído em água potável? Então a ideia é boa, mas cadê o produto? Não tenho ainda.”</p> <p>“Então eu acho que eu investi em vários negócios que eram tecnologias novas. Em algumas eu apanhei como os outros investidores, outras estamos aí ainda...”</p>	<p>“ [...]uma nova tecnologia, mas a gente não sabe se é viável.”</p> <p>“[...] negócio que seja “disruptivo” , você tem um potencial de ganho, mas o seu risco com certeza vai ser bem maior, porque tudo que é discutível, tem sem dúvida nenhuma, muitas mais variáveis a serem testadas e validadas.”</p>

DOMÍNIO DE RISCO	INVESTIDOR-ANJO 1	INVESTIDOR-ANJO 2	INVESTIDOR-ANJO 3
	<p>virou realidade ainda.”</p> <p>“[...] produto não esteja ainda num estágio maduro tecnologicamente, ou porque falta complementar outras funções agregadas ou porque a tecnologia escolhida para o desenvolvimento do mesmo não foi a tecnologia ideal.[...] ele tem que rapidamente levar a ideia para o mercado, ele pode usar alguma tecnologia em que seja mais fácil o desenvolvimento e ele vai ter a plena consciência que tudo aquilo que ele fez vai ter que refazer do zero novamente com outro tipo de tecnologia.”</p> <p>“[...] tentar se proteger ao máximo na questão dos direitos autorais, de <i>copyright</i>.”</p>		

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE C—COMPARAÇÃO DAS RESPOSTAS DOS ANJOS COM OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO APONTADOS PELA LITERATURA SELECIONADA

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
1	Disponibilidade de tempo do anjo.	Como sua disponibilidade de tempo pode ajudar as <i>startups</i> ?	Reuniões periódicas, reportes financeiros periódicos; nomear investidor líder.	De que forma você monitora o desempenho? Sozinho, ou com outros anjos?	SIM: “Eu participo de um grupo de anjos; com uma frequência de duas vezes ao mês a gente se encontra.”	SIM: “Então se você individualmente investe numa empresa, mas você também não tem tempo para se dedicar um pouco dando <i>coaching</i> acho que é melhor você entrar com uma turma como nós estamos fazendo no <i>Harvard Angels</i> hoje.”	SIM: “Normalmente no grupo a gente costuma eleger alguém que seja um líder do grupo que é um cara que vai ter o contato mais no dia a dia, essa é a forma que a gente busca usar.”	3/3
2	Proximidade geográfica.	Como a distância influencia no investimento em startup? Torna mais arriscado?	Investimentos locais ' <i>one hour drive</i> '.	Quão perto precisa estar a <i>startup</i> ?	NÃO: “Estão todas em São Paulo. Mas eu diria que isso não é limitação porque é muito fácil você fazer uma conferência a qualquer	NÃO: “Você pode estar do lado da pessoa, mas vocês estão longe. E como eu já trabalhei do outro lado do mundo no Japão e a matriz era em	NÃO: “A preferência é fazer próximo, mas quando tem um plano interessante que vale a pena e tem um investidor local na região, a	0/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					momento, não necessariamente você precisa estar presencial.”	Nova Iorque eu sei muito bem como lidar com essa questão de distância.	gente faz assim.”	
3	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Qual sua expectativa em relação aos dados fornecidos pelo empreendedor?	Melhorar comunicação no Term Sheet, com previsão de deveres específicos de informação.	Seu <i>Term Sheet</i> prevê deveres de informação sobre dados específicos?	SIM: “À medida que existe um investimento nós temos uma dinâmica pré-definida de apresentação de informações, de reuniões mensais no início e depois trimestrais.”	NÃO: “[...] que já tenha algum cliente, mesmo que o volume seja muito pequeno, que você possa checar com o cliente o que ele está achando do produto porque uma coisa que é no papel, principalmente quando envolve muita tecnologia eu acho que fica um pouco complicado você investir, sabe?”	NÃO “É o que a gente diz, conta o milagre, mas não precisa contar o santo; o santo em uma outra fase, aí claro que eu vou querer saber.”	1/3
4	Sensibilidade do anjo ao risco.	Que tipos de investimentos você descarta em função do risco?	Confirmar se empreendedor analisou o anjo antes de pedir investimento.	Importa saber se e por que o empreendedor lhe escolheu para pedir investimento?	SIM: “Importa. Importa sim. Pra mim tem duas coisas básicas. Importa	SIM: “Totalmente. Eu acho que (para) o empreendedor primeiro (a	SIM: “Então se ele estiver interessado no meu dinheiro,	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					conhecer mais profundamente como a ideia nasceu e o que tem por trás da ideia para ver se nasceu de uma dor que ele sentia ou de uma vivência real; eu dou mais valor a isso e em paralelo o segundo ponto é o que eu vou agregar de valor ao seu negócio, à sua ideia. Porque se você estiver objetivando, se o empreendedor estiver objetivando só dinheiro não sou eu que vou resolver o problema dele.”	<i>startup</i>) não pode ser <i>side business</i> . [...] A segunda questão é o quanto isso representa para a pessoa [...]”.	provavelmente eu não vou investir nele. se ele tiver interesse em alguém que agregue valor para ele, aí a conversa evolui.”	

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
5	Investir de modo não profissional ou sem experiência.	Há anjos inexperientes, mas, mesmo assim, ativos? Como o fator 'experiência' afeta o desempenho do anjo?	Participar de associações de anjos.	De que forma a organização dos investidores influencia no risco? Há maneira de mitigar?	SIM: "Para diminuir o meu risco eu opto em entrar junto com o grupo de anjos."	SIM: "Então essa diversificação, a diversidade do grupo de investidores é boa para os investidores como para o empreendedor que pode aproveitar o conhecimento desde que seja uma estrutura organizada."	SIM: "[...] a experiência sim, sem dúvida nenhuma, é importante porque vai justamente preparar o investidor para evitar cometer erros nos primeiros investimentos que você venha a fazer, por isso que a gente quer que sempre que um grupo se formar tenha um investidor líder que seja o cara mais experiente, até para ajudar os outros investidores que estão começando."	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
6	Curva de aprendizado do anjo.	Como você se tornou anjo? Como suas características pessoais afetam, positiva e negativamente sua atividade?	Mais <i>due diligence</i> , menos pressa de investir, definir melhor os termos do contrato (<i>term sheet</i>).	Há pressa para fechar o investimento antes de outros anjos? Que cuidados são tomados?	SIM: “Nós temos todos os planos de negócios, o contrato de investimento, um dos aportes específicos e nós acompanhamos...”	SIM: “Hoje também tem o lado do <i>network</i> , cada investimento que você faz, você conhece novas pessoas e obviamente, se o negócio der certo, a relação que você criou também fortalece, você aprende muito com isso. Então eu acho que tudo isso daí faz parte de um pacote.”	SIM: “[...] a pressa é inimiga, claro que também não pode demorar demais, você não pode estender demais, senão você perde o <i>timing</i> do negócio, mas ao mesmo tempo não tem essa pressa assim de urgência, ‘temos que investir logo’.”	3/3
7	Inexperiência do empreendedor para conduzir o negócio.	A experiência do empreendedor é um fator decisivo? Como?	Fornecer mentoria e <i>feedback</i> ; influenciar decisões estratégicas.	Qual seu nível de participação para o desenvolvimento do empreendedor?	SIM: “Foi gratificante quando eu descobri essa via, esse canal de mentoria. Eu percebi que eu poderia compartilhar os meus conhecimentos aí	SIM: “[...] para o empreendedor [...] é muito importante ter <i>coaching e mentoring</i> dos investidores, então, quanto mais o investidor conseguir dedicar	SIM: “[...] é muito nesse sentido orientativo, de tentar dar o caminho de, pela experiência que a gente tem, para que ele ou consiga ter atalhos, cometa	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					como gestor, como empreendedor complementando essas visões, ideias e os negócios dependendo do estágio que eles estavam ou estão.”	um pouco do seu tempo dando um pouco de <i>mentoring</i> e <i>coaching</i> a probabilidade de o negócio dar certo aumenta.”	os erros que a gente já cometeu ou ache portas que ajudem a acelerar o processo de crescimento dele.”	
8	Diversificação de risco.	Como você aloca seus recursos em <i>startups</i> ?	Investimento em grupo; investir em mais de uma <i>startup</i> .	Dilui o investimento com outros anjos? Usa diversificação como estratégia?	NÃO: “Uma outra premissa importante: eu só invisto nesses negócios como investidor-anjo negócios onde já foram validados os modelos de negócios. Então essa é outra premissa importante já foi validado e já tem uma rampa inicial de geração de resultados.”	SIM: “[...]achei que era um modelo muito interessante porque no final eu poderia fazer uma carteira de vinte empresas investindo em cada uma quarenta mil, cinquenta mil reais e com uma troca de experiência profunda [...] você entra com um ticket menor então o risco é menor também	SIM: “[...] não é para acertar só um, mas somando esse com mais alguns outros retornos, mesmo que não sejam tão altos, aí você tem um retorno interessante na média da sua carteira.[...] Sim, fundamental, sem diversificação esquece.”	2/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						nesse sentido.”		
9	Vieses comportamentais.	Você investe com base naquilo que o empreendedor conta, se estiver predisposto e gostar do mercado? Como você avalia aquilo que o empreendedor relata?	Encontrar-se algumas vezes com o empreendedor antes de partir para a <i>due diligence</i> ; checar com terceiros antes de investir.	De que forma o anjo calcula o timing para tomar ou não a decisão de investir?	SIM: “Eu tive situações em que porque eu estava acreditando [...] eu tinha criado algum envolvimento ali emocional [...] eu marquei [...] algumas visitas em empresas para executivos do mercado que estavam naquele segmento para fazer uma avaliação, ouvir qual é o seu comentário.”	SIM: “Teve um assunto lá que era de biotecnologia. Eu não sabia, não tinha nem ideia sabe, então estava procurando alguém do grupo que conhecesse profundamente biotecnologia [...]”	SIM: “[...] vejo na rede de contatos quem conhece bem aquele mercado, para fazer uma validação [...] em média, você vai levar, para tomar a decisão, umas 4, 5 reuniões aí no máximo, você já deve ter uma percepção clara se você vai investir ou não vai”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
10	Vieses comportamentais.	Você investe com base naquilo que o empreendedor conta, se estiver predisposto e gostar do mercado?	Pedir opiniões de terceiros independentes.	Você conversa com consultores antes de investir?	SIM: “Algumas dessas pessoas até foram juntas em algumas dessas reuniões, foram com executivos, com especialistas de cada segmento para a gente ouvir, para diminuir o risco. E isso foi de enorme valia naqueles momentos.”	NÃO: “Então esse grupo vai conversar com o empreendedor [...] aí volta para o grupo todo que tem umas oitenta pessoas e fala assim: O negócio é bom. [...] Quem quer investir? [...] Tá bom eu vou investir vinte mil reais. Nem conheci direito o empreendedor, mas vi lá que vocês fizeram um estudo então eu me sinto confortável.”	NÃO: “Não contrato nenhum consultor para fazer essa avaliação [...] mas a gente conversa com pessoas que até tem esse papel, mas mais pelo relacionamento, mais informal, vamos chamar assim, mas a contratação formal de um consultor para fazer uma avaliação de negócio isso a gente já não faz.”	1/3
11	Vieses comportamentais.	Você se encontra com o empreendedor antes de investir? Quantas vezes?	Analisar as projeções financeiras; solicitar referências sobre o empreendedor.	De que forma o anjo analisa o empreendedor e a startup?	SIM: “Sim eu verifico. Eu estudo profundamente o LinkedIn que eu acho que é o melhor repositório.”	SIM: “Eu acho que uma coisa também são as referências, sabe? É uma forma importante você pegar	SIM: “Primeiro, pelo que ele já executou até aquele momento com os seus recursos próprios, eu acho	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						referências.”	que é uma prova de execução. [...] Segundo, vai ter uma coisa que é meio subjetiva, mas é meio de <i>feeling</i> . [...] Sim, a gente espera que ele tenha o mínimo de planejamento orçamentário, até para justificar o quanto de capital que ele vai precisar”	
12	<i>Business plan</i> fraco.	Fale sobre o elevator pitch e o <i>business plan</i>	Solicitar <i>businessplan</i> com projeções financeiras	O que v. exige em um <i>business plan</i> ?	NÃO: “[...] na hora que eu vejo os slides eu já percebo se ele tem o <i>business plan</i> ou não e também o tempo que ele leva.”	SIM: “De cara, é o empreendedor e a equipe [...] qual o tamanho desse mercado[...]E aí depois vem a questão desses diferenciais competitivos que ele cria e se isso daí gera uma barreira de entrada para os concorrentes ou	NÃO: “ <i>Business plan</i> tem que ser para mim muito sumário [...] oportunidade, mercado, inovação [...] e as condições financeiras, mas de uma forma muito concisa.”	1/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						não.”		
13	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> ou outra forma de <i>exit</i> .	Há risco de uma <i>startup</i> com alto potencial tecnológico deixar de atrair fundos de <i>private equity</i> no futuro? Qual?	Patentes como sinais positivos para investidores.	O registro de patentes seria uma estratégia para atrair compradores no futuro?	NÃO: “[...] eu acho muito difícil porque é muito caro você ter os registros de patentes, principalmente de <i>design</i> , de <i>hardware</i> . ”	SIM: “[...]Por isso que quando eu falo assim o que é atrativo para um fundo ou para o <i>IPO</i> aí voltam àquelas variáveis que eu mencionei outra vez: se o mercado for grande ou tem diferencial competitivo isso sempre é atrativo.”	NÃO: “Não é que o registro em si vai fazer alguma coisa, mas é um mecanismo de você proteger o teu capital intelectual, mas desde que aquilo tenha uma eficácia.”	1/3
14	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Há risco do empreendedor arriscar o dinheiro do anjo e não o dele próprio? Qual?	Avaliar quanto o empreendedor está investindo de recursos próprios.	Importa saber, percentualmente, quanto o empreendedor está investindo de seu patrimônio?	SIM: “Lógico que isso importa, sem dúvida nenhuma. Se ele já colocou um volume significativo é sinal que ele acredita na ideia dele.”	SIM: “[...] você tem que ver o brilho nos olhos da pessoa, se a pessoa realmente é com isso que eu vou, esse daqui é o meu sonho, eu quero. Tem que ter essa vontade.	SIM: “Qual a diferença entre a galinha e o porco? A galinha dá o ovo, o porco dá a carne. Então eu quero investir em porco, não em galinha.”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						É que nem eu falo sempre tem que querer 'morder a mesa'! É 'faca na boca'! [...] Se não tiver essa vontade, se tiver carro importado, laptop tudo com novos modelos, família muito rica, tudo bem, onde vou tirar minhas férias, vou viajar... Se fechar também não tem problema nenhum porque eu tenho dinheiro..."		
15	Tecnologia nova e não testada.	Qual seu interesse em tecnologia 'disruptiva'?	Entrevistar o criador, se possível em conjunto com um expert independente.	De que forma o anjo pode se convencer, tecnicamente, a investir?	SIM: "[...] a gente tem que fazer uma análise criteriosa e para fazer essa análise criteriosa, como se trata de tecnologia, precisa buscar especialistas no	NÃO: "[...] existe um gap gigantesco que ninguém preencheu ainda porque ninguém sabe que pode ter um produto aí e que de repente para ele	NÃO: "[...] se é uma tecnologia 'disruptiva' [...] viável tecnologicamente [...] não é só uma coisa que foi feita em laboratório [...] e	1/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					ramo.”	(empreendedor) isso aqui é uma coisa que é o sonho da vida dele, sabe? Então eu acho que eu investi em vários negócios que eram tecnologias novas. Em algumas eu apanhei como os outros investidores, outras estamos aí ainda...”	os custos para isso não são nada absurdos. Então eu acho que dá para a gente investir.”	
16	Confiança do empreendedor no investidor.	" <i>Angels or demons</i> "? O empreendedor confia no anjo?	Melhorar comunicação.	Você se esforça em melhorar a comunicação com o investidor desde os primeiros contatos e antes mesmo de decidir investir?	SIM: "Isso é que nem casamento um tem que avaliar o outro e vice-versa."	SIM: "O pessoal não tem que ler quarenta páginas de documentos também. Eu acho que nessa estrutura de <i>startup</i> você complicar muito é um tiro no pé para o empreendedor e para o investidor."	SIM: "[...] eu acho que a comunicação tem que ser bem transparente desde o começo, bem clara, enfim, que fique tudo muito explícito."	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
17	Falta de experiência do anjo.	Qual sua impressão da <i>startup</i> em ramo totalmente diverso do seu que lhe propõe sociedade?	Cabe ao empreendedor exigir que os anjos tenham familiaridade com o tipo de investimento, para diminuir o risco de mercado, já que o anjo foca no risco do negócio em si.	Como o empreendedor pode sinalizar que está atento à necessidade de conselhos específicos para o ramo da <i>startup</i> ?	SIM: “Eu não vou agregar valor nenhum e se ele está buscando um sócio por causa de aspectos financeiros; ele tem que buscar um sócio do segmento.”	SIM: “Então o empreendedor tem que saber exatamente onde ele é muito bom e onde ele não é bom e nesse lado ele tem que trazer pessoas (investidores) que vão complementá-lo.”	SIM: “[...] às vezes ele (empreendedor) conhece o mercado profundamente, mas tem uma deficiência grande na gestão de negócios, gestão de pessoas, é onde eu vou ajudar; eu vou ajudar no ponto fraco dele, não no forte dele.”	3/3
18	Falta de experiência do anjo.	Você aprende com outros anjos?	Associação com anjos mais experientes.	Você se associa com anjos mais experientes?	SIM: “Como eu aprendo você não tem ideia!”	SIM: “[...] esse conhecimento dos negócios, dos setores, dos membros do <i>Harvard Angels</i> realmente contribui muito para as decisões que nós tomamos.”	SIM: “Com certeza. Principalmente aqueles que são mais experientes.”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
19	Estímulo ao empreendedor.	O empreendedor é um bom administrador?	Ferramentas de estímulo, como <i>stock option</i> , <i>bônus</i> etc.	O term sheet prevê incentivos, como <i>stock option plans</i> , <i>bonus</i> etc.?	NÃO “Em seguida, ele tem que buscar outras competências trazendo funcionários, dando <i>Cliff</i> ou <i>vesting</i> para de alguma forma criar uma política de retenção.”	SIM: “Eu acho que o modelo de <i>stock options</i> sempre muito bom [...]”	NÃO “Então não faz sentido eu adicionar mais ainda participação para ele, eu já o estou deixando ficar com, a maior parte do negócio, mas a gente prevê isso para colaboradores-chaves.”	1/3
20	Dificuldade de obter recursos.	Fale sobre a necessidade da <i>startup</i> começar a criar receita.	Networking.	Você busca promover a <i>startup</i> perante seus colegas, a fim de buscar receitas dentro de seu networking?	SIM: “Eu tento à medida que já passou de um estágio inicial, certo?”	SIM: “Sem dúvida. Eu já apresentei esse investimento para algumas empresas, levei para algumas firmas de advocacia com quem eu já estava trabalhando: ‘aproveite e dê uma olhada nisso daqui?’”	SIM: “[...] faço uma divulgação sempre, faço, peço para o pessoal: ‘Gente, usem, indiquem para usar, comprem’, com certeza.”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
21	Retorno do investimento.	Qual o tempo de retorno médio?	Prever tempo para o desinvestimento	Em sua decisão de investimento, você prevê quando irá desinvestir caso a caso?	SIM: “Busco. Não sei se todos os investidores-anjos que investem junto com a gente fazem isso. Eu acho que vários são seguidores de quem avalia o projeto.”	NÃO: “Eu acho que todo mundo que pensou em entrar e em três anos ganhar um rio de dinheiro, esse não é o mercado. Eu acho que cada investimento anjo você tem que pensar que pode levar sete anos, dez anos.”	NÃO: “É difícil prever quanto tempo vai demorar, mas assim, o que a gente busca avaliar, não de uma forma muito, vamos dizer assim, profunda, mas é se aquela <i>startup</i> tem potencial de saída futura, ou quais são os caminhos de saída.”	1/3
22	Retorno do investimento.	Quando se pode dizer que o investimento gerou retorno?	Desinvestir quando a startup atingir o retorno esperado.	Se houver uma previsão de retorno esperado, atingida a meta você desinveste?	SIM: “Eu tenho uma premissa como investidor-anjo: o mínimo esperado é que você multiplique por três, o meu <i>target</i> é x 10 então se estiver nessa faixa de três a dez eu estou satisfeito.”	NÃO: “ <i>Case by case</i> . Eu acho que depende qual é a situação.”	SIM: “Sim. Então, se você tem uma oportunidade de saída que é compatível com a sua expectativa com o potencial negócio, é óbvio que você vai sair, dificilmente você vai manter uma	2/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
							coisa, que está dando o que esperava, tudo.”	
23	Retorno do investimento.	Quando se pode dizer que o investimento gerou retorno?	Estratégia razoável de saída.	Você vislumbra diferentes estratégias de desinvestimento ?	SIM: “Sim. Para quem eu vou vender, qual é o tamanho do negócio daqui três anos ou cinco anos. A gente faz essas projeções, inclusive, alguns negócios a gente atrela em que se não atingir um EBITDA aí numa questão de quatro anos, de três a cinco a parcela nossa da empresa é maior.”	SIM: “Totalmente. Se o negócio tem o potencial de gerar dividendos de forma muito previsível, se é um negócio que todo mundo gosta; porque independente se o mercado está fechado IPO ou para fundos, está gerando dividendos para os acionistas. Então essa previsibilidade de caixa é muito importante.”	NÃO: “É uma avaliação meio superficial, vou ser sincero, não é uma avaliação profunda, porque até o horizonte é relativamente longo.”	2/3
24	Teoria da Agência e risco moral.	Há risco de se colocar todo o investimento de uma só vez na <i>startup</i> ?	Liberar recursos conforme metas atingidas.	Existe previsão de liberação de fundos com base em metas atingidas?	SIM: “O risco existe, por isso nós usamos um	SIM: “Da forma como colocou no <i>business plan</i> , se	SIM: “Sim, claro, foi o que eu falei (dividir em	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					conceito de <i>tranches</i> [...] para que o investidor não receba esse dinheiro e fique com o dinheiro parado lá.”	“você atingir essas metas em seis meses ou doze meses aí nós colocamos o saldo. Mas se você não atingir, nós não temos obrigatoriedade de colocar o saldo. Isso é uma forma de a gente diminuir o risco: tanto mútuo quanto o fato de você colocar em duas fases.”	parcelas).”	
25	Tempo de mentoria.	O que dizer de uma ideia boa e viável, mas que exigirá muito do seu tempo?	Procurar outra oportunidade.	Se ainda não for a hora de receber o investimento, o empreendedor é estimulado a voltar com algo mais maduro?	SIM: “Às vezes eu ajudo até ele melhorar o <i>pitch</i> dele e falo: Acho que daqui seis meses se você atingir isso, isso e isso... Ou eu ajudo, defino alguns <i>KPIs</i> e a hora que você atingir esses	SIM: “Então, a ideia é boa, mas cadê o produto? Não tenho ainda. Então quando estiver tudo mais ou menos pronto você avisa. Você vai querer um <i>valuation</i> maior, mas, tudo bem, a gente não perde	SIM: “[...] eu explico o porquê eu acho que não está no momento, e peço para ele continuar fazendo contato conforme evoluir o negócio dele.”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					números aqui pode voltar a falar comigo.”	tempo.”		
26	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer de uma ideia boa e viável, mas que exigirá muito do seu tempo?	Procurar outra oportunidade.	Vale à pena investir se o staff for incompleto?	NÃO: “Se você precisa de mais gente isso pode ser uma demanda do início do projeto só precisa ver onde estão esses <i>skills</i> , se são identificados no mercado e ver quanto custa. Precisa ver se cabe no <i>business plan</i> .”	SIM: “Eu, como investidor, se eu entrei, eu já teria que ter planejado isso. Mas, assim, eu não posso entrar num negócio como <i>investidor-anjo</i> imaginando que eu vou me dedicar muito tempo. Por isso que eu acho que o fato de entrar em grupo é bom porque você pode ver (com o) que pode contribuir mais para o empreendedor.”	SIM: “[...] já cometi o erro de investir sem ter essa pessoa-chave e depois ter problemas, esse foi um aprendizado que eu já tive.”	2/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
27	Personalidade do administrador.	Há empreendedores de difícil trato?	Procurar outra oportunidade.	Vale à pena ter um sócio majoritário com personalidade difícil?	SIM: “Se ele é de difícil trato, ele não vai conseguir levar o negócio adiante, ele vai ter dificuldade com os funcionários, ele vai ter dificuldade com o mercado, principalmente dificuldade com os investidores, ninguém vai conseguir investimento.”	NÃO: “Então eu acho que a questão de personalidade eu diria que é <i>case by case</i> . Eu não diria que uma personalidade forte, difícil está fora. Você acha que o Steve Jobs era uma personalidade fácil?”	SIM: “[...] o cara que não é aberto a ouvir <i>feedback</i> não vai ouvir o cliente, o que é dez vezes pior. Então esse é um cara que, normalmente eu descarto.”	2/3
28	Seleção adversa	Há razão e emoção na escolha de uma <i>startup</i> ?	Indicações de investimento a partir de advogados e consultores ' <i>network of trust</i> '.	Você pede opinião aos seus consultores e advogados de confiança?	SIM: “Sim. Nós temos um grupo de advogados, <i>legal team</i> , e muitas vezes a gente leva até em algumas reuniões de avaliação para avaliar riscos.”	SIM: “O advogado se envolve muito nos contratos, então é o advogado, eu, o empreendedor; a gente já estava no ano passado, a gente ficou o tempo todo discutindo, o advogado	SIM: “Não é bem opinião, é um parecer [...] opinião para mim é uma coisa subjetiva; eu peço mais um parecer [...] usar da sua experiência em dados que você tem, que você já	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						colocando as ponderações e você toma a decisão do lado do investidor e ele do lado do empreendedor.”	enxerga sobre aquilo.”	
29	Atingir objetivos financeiros e outros ganhos (satisfação pessoal).	Fale dos ganhos não financeiros do investimento-anjo.	Contrato com linguagem amigável, com vistas a atingir objetivos financeiros e não-financeiros.	O <i>term sheet</i> aborda esses ganhos pessoais? De que forma?	SIM: É fácil. A gente trabalhou muito tempo para ter um contrato (com linguagem amigável) [...]”	SIM: “Então, o que nós definimos, inclusive, e nós gastamos um tempo enorme discutindo quais são os itens que nós queremos que sejam padrões em todos os contratos e quais são aqueles que podemos ter flexibilidade.”	NÃO: “[...] não tem como você objetivar no contrato[...]”	2/3
30	Introdução de novo produto no mercado.	Qual o custo x benefício de uma <i>startup</i> realmente inovadora?	Investimento em marketing.	Familiarizar o consumidor com um novo produto seria estratégico?	NÃO “Olha, essa tecnologia exigirá um volume de investimento tão	NÃO: “Ainda mais se for um mercado novo é muito difícil ele ter uma	SIM: “Eventualmente sim [...]”	1/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					alto que não é para o nosso perfil de investimento. Entendeu? Então você tem que ser muito consciente para entender isso.”	ideia de para onde vai crescer esse negócio, sabe? As redes sociais... Marcas... Quem achava que o Facebook ia ser tão grande quanto... Qual o tamanho da empresa nesse sentido? Eu acho que ele não tinha ideia também.”		
31	Criar valor para propiciar venda para <i>private equity</i> .	O que cria valor em uma <i>startup</i> ? Que medidas melhoram sua possibilidade de saída com lucro quando chegar o momento de desinvestir?	Registro e fortalecimento de marcas.	Você foca na fidelização da marca?	SIM: “Eu acredito que o futuro do negócio ele está diretamente atrelado ao valor da marca. Ao <i>branding</i> . Então esse é um ponto que a gente estuda muito.”	SIM: “Então marca é uma coisa que é superimportante por isso é uma coisa que você tem que saber investir. Tem que ser uma coisa que com o tempo as pessoas vão lembrar da sua marca com algum diferencial que você vai trazer.”	SIM: “Sim, com certeza.”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
32	Concorrência.	Existe pressão da concorrência?	Melhoria contínua; pesquisa e desenvolvimento.	Se o produto precisar de melhorias, o anjo investe mesmo assim?	SIM: “Sim, é muito comum o investidor-anjo mesmo tendo um produto que validou o modelo de negócio, mas o produto não está totalmente acabado. Eu diria que isso é muito comum, desde que veio o conceito de <i>lean startup</i> .”	SIM: “Eu acho assim: no que esse empreendedor é o melhor? No que ele se destaca? Ele tem que focar aí. Não vá focar onde ele é fraco e tentar fechar esse <i>gap</i> ; ele não vai fechar esse <i>gap</i> . Ele vai perder o foco onde ele acha que é melhor e aí vamos encontrar alguém para fechar esse <i>gap</i> .”	SIM: “Eventualmente sim, eventualmente a gente pode fazer uma rodada adicional, a gente vê que o negócio tem todos os indicativos que vai dar certo, mas precisa as vezes de algum complemento, alguma coisa assim.”	3/3
33	Demora para a empresa se desenvolver.	Como a maturidade ou sua falta podem influenciar o desempenho da startup?	Contratar VP de vendas.	Você foca na contratação da equipe de vendas?	NÃO: “Não contrate vendedores se você vendedor não consegue vender o produto.[...] Se o empreendedor é novo e não tem essa experiência, ele precisa aportar	NÃO: “Como estruturar uma equipe e quais são as competências eu sei fazer isso daí, mas eu também posso indicar pessoas que podem, de repente, prestar o	NÃO: “Então não adianta, não sou eu que vou focar, mas ele (o empreendedor) vai precisar dar um jeito.”	0/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					essa maturidade de outro lugar. Então ele vai contratar gente mais experiente [...]"	serviço mais profissional para você fazer avaliação das competências de cada um do perfil dos profissionais para ver se a combinação é uma combinação importante."		
34	Arcabouço legal e contábil.	Como a burocracia influencia no investimento?	Advogados, contadores e <i>headhunters</i> .	Sua equipe de ' <i>network of contacts</i> ' (advogados, contadores, <i>headhunters</i> etc.) é chamada a auxiliar a <i>startup</i> ?	SIM: "[...] já vou orientando que eles tem de conversar com um escritório de advocacia, com um contador. Faço algumas sugestões, tenho 2, 3 indicados para cada <i>startup</i> . São empresas, pessoas de confiança e quem tem um <i>pricing</i> apropriado para a <i>startup</i> também.	SIM: "[...] a gente ficou o tempo todo discutindo, o advogado colocando as ponderações; você toma a decisão do lado do investidor e ele do lado do empreendedor."	SIM: "Não sempre, mas muitas vezes sim."	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
35	Tempo gasto com burocracia.	Como a burocracia influencia no investimento?	Educação estratégica para o empreendedor; interação com órgãos governamentais e universidades.	Você participa de associações para melhorar o ecossistema de investimento-anjo, do ponto de vista burocrático e da educação ao empreendedor?	SIM: “Nesse grupo de anjos já realizamos um grande evento e temos feito uma série de outras iniciativas periodicamente. Reuniões, fóruns com grupos de empreendedores.”	NÃO: “Até gostaria de ver como eu posso contribuir mais para frente nesse lado de divulgar mais o lado empreendedor, mas eu acho que tem um <i>gap</i> aí até de como eu posso compartilhar esse conhecimento.”	SIM: “Basicamente assim, a gente faz a parte regulatória, a gente trabalha na proposição, essa é toda a parte legislativa mesmo, para a melhoria do ambiente, tanto para as empresas, quanto para os investidores [...]”	2/3
36	Progresso do investimento em grupo.	Quais os riscos de se investir em conjunto com outros anjos?	Reuniões periódicas de <i>feedback</i> .	Os anjos falam entre si? Periodicamente? Sem a presença do empreendedor?	SIM: “Sim, a gente se reúne para avaliar novos projetos a cada 6 semanas e para fazer revisão nos projetos já investidos.”	SIM: “Eu faço parte hoje do comitê de seleção dos projetos do <i>Harvard Angels</i> , também do conselho do <i>Harvard Angels</i> , participei de alguns projetos analisando tudo e obviamente que isso daí faz uma diferença muito	SIM: “Sim. Com alguma frequência sim, com certeza, nos grupos que a gente investe juntos, a gente discute sobre a empresa [...]”	3/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
						grande.”		
37	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer da equipe trazida pelo empreendedor?	Contratações estratégicas.	Você participa das contratações estratégicas?	NÃO: “Isso é um ponto sensível. [...] Eu digo que você precisa claramente ter identificado quem é o líder. [...] Isso foi um ponto de <i>no deal</i> que identificamos que tinha essa característica a equipe.	NÃO: “Como investidor puramente anjo não, eu não tive esse envolvimento no passado porque até o tempo não permitia.”	SIM: “[...] para contratar um funcionário menos importante, é difícil você se envolver, agora se é um cara mais importante, a gente busca ajudar o empreendedor, achar a pessoa.”	1/3
38	Equipe fraca ou incompleta.	O que dizer da equipe trazida pelo empreendedor?	Treinamento.	Há previsão de gastos com treinamento de pessoal?	SIM: “Muitas vezes ele não enxerga essa necessidade de treinar a equipe. E na conversa, no entendimento, na negociação a gente vai colocando algumas variáveis	NÃO: “[...] eu também posso indicar pessoas que podem, de repente, prestar o serviço mais profissional para você fazer avaliação das competências de	NÃO: “Depende do empreendedor. Normalmente não é alocado muito recurso nisso [...] é muito mais uma questão de se aprender na prática, muito	1/3

Ref.	Descrição do problema	Pergunta PERCEPÇÃO DE RISCO - DIMENSÕES, EXPECTATIVAS E POTENCIAL (COMO)	Mitigação apontada na literatura	Pergunta voltada à MITIGAÇÃO (DE QUE FORMA)	Investidor-anjo 1 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 2 Resposta corresponde à literatura?	Investidor-anjo 3 Resposta corresponde à literatura?	FATOR DE CORRESPONDÊNCIA COM A LITERATURA
					até pra ver a reação dele.”	cada um do perfil dos profissionais para ver se a combinação é uma combinação importante.	mais informal.”	

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE D– ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 1 (IA1)

Características:

- 53 anos
- Investidor-anjo há três anos
- Oito investimentos enquanto anjo
- Empreendedor há quatorze anos
- Investe recursos obtidos na sua carreira profissional e enquanto empreendedor.
- Investe em conjunto com outros anjos
- Participa de entidade de anjos há três anos

ENTREVISTADOR: Fale um pouco sobre a sua trajetória profissional até hoje, até se tornar um investidor anjo.

IA1: Eu tive oportunidade de desenvolver o meu primeiro empreendimento aos vinte e dois anos de idade, eu estava cursando engenharia e naquela época, foi em 1983/84, eu tinha vinte e dois para vinte e três anos, e naquele momento eu vi uma oportunidade de criar uma escola de computação. Eu estava no curso de engenharia, não tinha praticamente experiência alguma, eu tinha feito curso Técnico de Mecânica na Federal e em seguida fiz um estágio de um ano na General Electric que me deu uma visão, um primeiro alicerce para a minha carreira profissional em termos de organizações. E aí eu comecei dar aula na universidade como monitor e vi a oportunidade de criar uma escola de informática, quando a informática estava chegando no Brasil. Havia uma reserva de mercado naquela época, eu tinha computadores nacionais, eu peguei uma escrivaninha de casa e um microcomputador, juntei com mais dois colegas, compramos mais algumas unidades e começamos o negócio. Um ano e meio depois eu estava com meu primeiro dilema na área como empreendedor que era se eu avançava no negócio que eu já tinha mais ou menos uns quinhentos alunos ou se eu me dedicava a concluir meu curso superior. No meio desse dilema que eu estava quase que virando um turista na universidade, eu estava no terceiro para o quarto ano eu me defrontei com uma situação onde surgiu uma oportunidade de vender o negócio, uma outra rede de escola de informática que estava surgindo em outro bairro se aproximou. Eles me fizeram uma visita e fizeram uma

proposta de aquisição e eu entendi que aquilo era um sinal, era uma oportunidade para que eu voltasse a me dedicar 100% aos estudos. Ou seja, depois de um ano e meio eu entrei com microcomputadores e uma escrivadinha e saí com o apartamento quitado, digamos assim. Foi minha primeira experiência satisfatória como empreendedor. Voltei para a universidade, me formei, no meu último ano fiz dois estágios na época de férias e depois foquei em um deles. Na sequência fui trabalhar numa multinacional, fiquei nessa multinacional na área de informática durante doze anos, eu me formei em engenharia de software também e depois em engenharia mecânica. Nessa multinacional eu tive oportunidade de ano a ano estar desenvolvendo novas ideias, novos produtos digamos assim porque não existia esse termo inovação na época, mas praticamente cada ano eu estava numa área diferente. Eu resumo de forma que em doze anos eu tive onze gerentes diferentes, ou seja, cada ano eu estava fazendo algo novo. Isso para mim foi uma grande escola porque despertou esse senso de estar buscando coisas novas, de fazer alavancagem de negócio. Depois de doze anos lá eu cheguei morar nos Estados Unidos no período de um ano em 96 depois de participar de um grande projeto de transferência da participação de um produto para o Brasil. Morei lá nos Estados Unidos, voltei, fiquei como responsável para a América Latina cuidando dos negócios do México até o Chile tendo base aqui no Brasil e aí eu entendi que a minha missão nessa organização estava cumprida. Eu tinha trinta e sete anos, me sentia satisfeito com tudo que eu queria alcançar na minha carreira profissional, tinha o desejo de ser diretor de uma organização e cumpri isso. E aí eu percebi que estava na hora de eu inovar para dentro de mim, sair daquela situação estável, da zona de conforto, digamos assim, mesmo estando numa organização sempre buscando algo novo, mas eu me desafiei e aí indo contra todos os próximos da família e tal eu me desliguei dessa multinacional para começar um negócio do zero na área que eu estava. Eu estava no segmento de automação, tecnologia para identificação de atendimento, e eu me desliguei, entrei no programa de desligamento e consegui liberar meu passe, digamos assim. Aí eu desenhei, fiquei quatro meses lá até finalizar, cumprir metas anuais e tal e comecei um negócio novo no mesmo segmento que eu estava, na mesma indústria, só que na área de distribuição. Um conceito de *One Stop Shop*, de um lado trazendo as melhores tecnologias, de outro lado trazendo os melhores canais e representantes para levar as tecnologias integradas para o mercado. Eu fiquei quatorze anos nessa empresa, fui um dos fundadores, progressivamente eu comecei como gerente de novas tecnologias e gestão de vendas, havia outros investidores por trás suportando outras áreas da organização que a gente criou exatamente do zero e depois de quatorze anos eu entreguei o bastão da organização porque a empresa foi absorvida por um outro grupo do segmento. E

nessa fase de transição que foram três anos ali do décimo primeiro ao décimo quarto ano nessa empresa todo período de transição, do processo de M&A eu comecei a me deparar com algumas oportunidades que eu tinha para ajudar o mercado empresarial no Brasil. Eu vi algumas lacunas no sistema de gestão, nas organizações, na cultura organizacional e que se traduzia na parte de dispersão de informações e comunicação daí eu comecei investir e estudar, lancei uma empresa que é a que eu estou pilotando atualmente. Eu já a pilotei, depois pivotei, depois aí de três anos quando eu me desliguei da última empreitada. Nesse ínterim eu comecei também a realizar alguns investimentos-anjo...

ENTREVISTADOR: Quantos foram?

IA1: Hoje eu tenho seis, sete... Oito investimentos-anjo.

ENTREVISTADOR: Todos ativos?

IA1: Todos ativos.

ENTREVISTADOR: Quando eles começaram?

IA1: Em 2012. De 2012 para cá. No meu portfólio de investimento eu também incluo três investimentos: aquele primeiro que eu fiz com vinte e dois anos, depois essa grande empreitada aí que culminou no processo de M&A de quatorze anos e teve mais um que eu incluo também que é muito importante foi um negócio que eu lancei como uma variante nesse negócio de quatorze anos e que eu investi fortemente, eu fui um dos executivos inclusive em paralelo a outro negócio e que trouxe muito aprendizado, mas nenhum resultado, pelo contrário, as perdas foram significativas então eu digo que foi muito importante para o desenvolvimento da minha carreira profissional tanto como empreendedor tanto como investidor em função de que quando você perde, quando você tem um sonho que não se materializa o sofrimento, as dores são muito grandes, mas fica uma herança muito positiva. Então o aprendizado que eu tive com esse caso, somado com os outros que de alguma forma tiveram sucesso maior ou menor, me engrandece muito nesse momento.

ENTREVISTADOR: O que é o sucesso então? O que é um investimento de sucesso? Ele é frequente?

IA1: Depende das suas premissas, depende do alvo, dos *targets* que você define. Você pode ter um propósito social, você pode ter um propósito de desenvolvimento, de aquisição de know-how e na maioria das vezes você tem um propósito de ter rentabilidade, *profit* etc. Depende do contexto, depende do momento. Eu neste momento eu piloto diretamente dois negócios dentre os oitos seis são investidos como investidor-anjo, com um grupo de anjos e esses dois negócios que eu piloto um deles tem um negócio muito bem definido em função de crescimento de escalabilidade, de geração de receita, busca de investimentos, rodadas a gente está se preparando e tal; e um outro que partiu dessa experiência, ele tem um propósito completamente diferente, de âmbito de fazer algo melhor para a sociedade, tornar a vida do ser humano mais fácil, simplificar e facilitar o nosso dia a dia.

ENTREVISTADOR: Excelente. Depois eu quero saber um pouco sobre isso daí.

IA1: Mas ainda não está anunciado no mercado, está numa fase embrionária, mas ao longo desse ano nós vamos tomar conhecimento.

ENTREVISTADOR: Fale o que você entende por risco.

IA1: Risco... A discussão para essa resposta tem que ser bem ampla ou extremamente curta. Risco é tudo aquilo que ameaça algo. Na realidade quando a gente fala risco na área de empreendedorismo está diretamente ligada a quando você faz uma aplicação seja de dinheiro ou de tempo e você eventualmente não consegue atingir os seus resultados propostos esperados em função de variáveis que surgem no meio do caminho. Então, por exemplo, o risco de que sua ideia não seja bem aceita pelo mercado, o risco de seus colegas investidores desistirem no meio do tempo, o risco de o investidor que está apresentando lá não só o dinheiro, mas aporte intelectual não ter o conhecimento específico aí o risco não é do investidor e sim do empreendedor, de uma forma resumida eu acho que isso atende aí ao escopo.

Só abrindo parênteses, a resposta contemplou os dois lados da moeda né, o lado do investidor e o lado do empreendedor. Eu acho que esse balanceamento é muito importante e na maioria das vezes que eu encontro de forma geral em eventos, palestras, literatura, na maioria das vezes só vejo um dos lados se apresentando. Uma coisa quando eu estive em contato com o

seu professor, o professor Edson, uma coisa que me chamou atenção foi esse aspecto que eu estou somando as experiências como empreendedor e agora as experiências como investidor também, então eu acho legal. Eu estou dando mais importância atualmente a esse balanceamento porque os riscos estão sempre dos dois lados e não de um só.

ENTREVISTADOR: Um problema apontado pela literatura é a questão de disponibilidade de tempo do anjo. Você tem seis investimentos ativos e qual é a sua disponibilidade?

IA1: São oito né. Seis e mais dois que eu não toco diretamente.

ENTREVISTADOR: Como fica o seu tempo?

IA1: Eu diria para você que atualmente eu tenho mais tempo disponível do que no passado quando eu estava pilotando o último negócio que durou quatorze anos. Eu só tinha aquela experiência paralela de uns dois ou três anos. Nesses últimos três anos de 2012 para cá eu aprendi a gerenciar meu tempo de uma maneira vamos dizer assim com mais sabedoria, não vou dizer mais inteligente, mas de uma forma diferente. Da mesma forma que eu estou dedicando esse tempo aqui você viu que a minha agenda é apertada, mas eu consigo encaixar e dedicar o tempo necessário a cada projeto. Além disso, além desses oito projetos eu tenho dedicado cerca de 25% do meu tempo a mentorias para novas *startups*. Eu participo de um grupo de anjos como você sabe também e um dos meus propósitos é fomentar projetos para apresentar a esse grupo de anjos. Então eu tenho encontrado empreendedores de *startups*, eu tento participar de praticamente a maior parte de eventos que existem no mercado de forma a conhecer esses novos empreendedores, essas novas ideias e dar uma orientação inicial. Dependendo dessa orientação inicial a gente acaba criando uma empatia, um interesse por troca de informações e aí eu agendo alguns cafés aí matinais, fim de tarde, sessões aí de duas horas para que eu os oriente. E hoje eu tenho aí no meu controle de projetos que eu estou acompanhando eu tenho cerca de doze projetos onde seis eu tenho dedicado um tempo maior a eles com uma frequência de duas vezes ao mês a gente se encontra.

ENTREVISTADOR: Perfeito.

IA1: Eu diria que a gente encontra esse equilíbrio de tempo na medida que você percebe o quanto de valor você tem de retorno. Então eu descobri, eu formei assim um ecossistema de

auto aprendizado de ,quanto eu estou ajudando uma *startup* com mentoria, que nessa mentoria eu estou absorvendo percepções, *feedbacks* que eu retroalimento. Com meu projeto principal eu retroalimento uma outrastartup então isso tem uma dinâmica fantástica, sabe? E como eu falei aos trinta e sete anos lá eu me percebia satisfeito com a minha carreira e tudo mais, antes de eu sair da multinacional e começar empreender, hoje eu tenho cinquenta e três anos de idade e eu diria que eu estou na melhor fase da minha vida de equilíbrio em termos profissionais e pessoal por causa dessa retroalimentação do *network* que se cria e aí vai.

ENTREVISTADOR: Para monitorar esses investimentos, para saber se está indo bem ou se não está indo bem, se precisa de mais, se precisa de menos esforço em determinados pontos você compartilha isso com outros anjos? Como você faz na prática? O que você pede de informação para o próprio empreendedor?

IA1: Como eu faço parte de um grupo de anjos né... Apesar de que todos tem liberdade para fazer investimentos individuais ou em grupos, mas eu criei uma rotina de uma vez ao mês eu troco *e-mail*, ou faço uma ligação telefônica, ou marco um almoço ou um café com cada um dos principais empreendedores. Eu não estou... como a maioria das vezes a gente está num grupo de anjos existe conselheiros, a gente define um membro ou dois do conselho nessas investidas. Eu participo de uma das investidas como conselheiro além das duas principais que eu toco.

ENTREVISTADOR: Elas estão próximas geograficamente, essas *startups*?

IA1: Estão todas em São Paulo. Mas eu diria que isso não é limitação porque é muito fácil você fazer uma conferência a qualquer momento, não necessariamente você precisa estar presencial.

Agora isso é uma mera coincidência nós estamos avaliando projetos que estão fora de São Paulo e isso não tem nenhuma limitação.

ENTREVISTADOR: Outro problema apontado pela literatura é a questão de qualidade da informação detida pelo empreendedor e talvez o projeto que ele tenha seja tão bom quanto o de ele guardar algumas informações só para ele e criar valor a essa respeito. Você percebe esse tipo de situação? Isso pode ser um risco na condição de investimento?

IA1: Isso é um risco muito grande, isso existe e eu diria mais, você tem... Eu não sei se você viu alguns vídeos que eu compartilhei recentemente eu trato da importância desse assunto aí naqueles vídeos, naquela série. Esse é um problema tão sério que eu acho que na fase inicial do projeto é o maior risco que existe: a dificuldade ou a falta de desejo de compartilhar. No caso aí se você ancora na dificuldade de compartilhar a questão do estilo das pessoas, a falta de tempo ou da dinâmica que não foi criada, porque é muito comum que os empreendedores no início do projeto não tenham um local físico para se reunirem e estão espalhados mesmo fazendo algumas reuniões virtuais e tal, muitas vezes essa dificuldade existe e outros se baseiam nessa dificuldade, mas muitas vezes eles não tem o desejo de compartilhar.

ENTREVISTADOR: Agora você costuma colocar a obrigatoriedade de abertura da informação como ponto contratual? Olha, eu vou investir, mas está aqui, seu *termsheet* diz que você tem que me apresentar informações periódicas.

IA1: Sim isso é um pré-requisito sim. À medida que existe um investimento nós temos uma dinâmica pré-definida de apresentação de informações, de reuniões mensais no início e depois trimestrais e esse assunto de compartilhar informação é um assunto que eu estudo há mais de cinco anos e ele é o foco de um dos meus negócios principais. Eu estudei fortemente essa questão da retenção da informação para a organização e depois oportunamente eu posso mostrar para você tudo que está por trás para minimizar esses riscos. Na realidade eu desenvolvi essa tecnologia, esse conceito baseando na experiência do M&A que eu tive, que durou três anos a transição, conforme eu falei, porque, 'na minha tese as organizações, e isso vale para uma organização de *startup* de duas ou três pessoas, tudo que é desenvolvido de conhecimento deveria ficar retido para a organização. Hoje é uma tremenda balela, porque isso não existe. As pessoas é que retém as informações. Então a pessoa entra numa organização, ou seja, numa *startup*, numa multinacional, tudo que ela desenvolve deveria ficar retido para a organização e na realidade não fica, no máximo que fica disperso, espalhado e ela vai embora seguindo a carreira dela. Então um dos meus principais negócios veio desse *insight* da constatação dessa realidade enquanto que a tecnologia chegou e ao invés de facilitar isso prejudicou porque aumentou a dispersão por causa dos dispositivos *mobile*. Ou seja, é ter um negócio que visa reduzir o risco das organizações em função da entrada e saída dos colaboradores.

INVESTIDOR: Que tipo de investimento você descarta em função do risco?

IA1: Na minha ótica, eu não me interessos... eu não vou dizer descarto, a palavra descartar é muito forte porque dependendo do contexto você pode abrir uma exceção, mas eu não me interessos por investimentos, negócios que são *capital intensive* que tem a necessidade de gerar aumento de capital constantemente. Por exemplo, o último grande negócio que eu tive, que eu fiquei lá pilotando durante quatorze anos, era um modelo de distribuição, importação, aquisição de tecnologias locais, integração e distribuição. Quanto mais a gente crescia mais dinheiro precisava porque você precisa de mais capital de giro, mais inventário e não parava mais. Então, na ótica como investidor-anjo eu não tenho nenhuma atração a esses investimentos que requerem constantes aportes para crescer. O meu interesse está em negócios que são escaláveis, são replicáveis rapidamente.

ENTREVISTADOR: Quando um empreendedor te procura e diz: olhe, eu tenho aqui uma ideia genial! Importa para você saber por que ele te escolheu?

IA1: Importa. Importa sim. Pra mim tem duas coisas básicas. Importa conhecer mais profundamente como a ideia nasceu e o que tem por trás da ideia para ver se nasceu de uma dor que ele sentia ou de uma vivência real; eu dou mais valor a isso e em paralelo o segundo ponto é o que eu vou agregar de valor ao seu negócio, à sua ideia. Porque se você estiver objetivando, se o empreendedor estiver objetivando só dinheiro não sou eu que vou resolver o problema dele. O meu conceito de dinheiro inteligente é do *smart money*. É nisso que eu acredito. Dinheiro por si só se encontra em qualquer lugar. Está no sistema financeiro e em inúmeros *family office*... empresários... eu separo bem a questão dos empresários e empreendedores. Tem muitos empresários aí que tem capital disponível para investir, mas não vão ter tempo de se dedicar, de compartilhar, de entender a estratégia do negócio e assim por diante.

ENTREVISTADOR: Existem anjos inexperientes, mas mesmo assim ativos? Como o fator experiência afeta o desempenho do anjo?

IA1: Essa pergunta é bastante interessante, para não dizer sensível. Deixa eu até tomar cuidado na resposta para encaixar bem. Porque na realidade, eu acho que não existe um processo de requalificação: você é um investidor-anjo reconhecido pelo órgão, pelo instituto...

Não existe isso ainda que eu saiba. Do outro lado qualquer um pode se dar o título de investidor-anjo. Se você tem um capital, hoje qualquer um que tenha um capital, que seja de mil reais, dez mil reais, vinte mil reais ou milhões, você pode se intitular investidor-anjo. Você tem aí ferramentas de *crowdfunding* em que uma pessoa pode investir alguns poucos milhares de reais ou de dólares. Agora o que significa na minha visão um investidor-anjo? Em primeiro lugar ele está escolhendo uma linha de atuação, um segmento de mercado, ele tem que ter isso como base, como premissa: adotar um determinado nicho. Não adianta ele estar investindo em alimentação de um lado e tecnologia do outro. A realidade do dia a dia é muito diferente. Ele pode estar investindo, mas dentro desse conceito moderno que surgiu nas fases de investimentos-anjo, o ciclo de *seed*, investimento-anjo, grupo de anjos, *private equity*, etc. você tem que seguir uma linha e você tem que em todas essas fases estar agregando, estar aportando capital intelectual. O primeiro aporte é com relação ao mercado é o conhecimento daquilo no mercado. Então, por exemplo, no grupo de anjo que eu participo chega um projeto da área de saúde; eu não sou especialista no segmento de saúde então nós buscamos um colega do grupo de anjos que tem essa especialização para avaliar aquele negócio. Eventualmente no grupo de anjos eu posso aplicar o meu dinheiro naquele negócio, mas eu tenho a consciência, a certeza que no grupo de investidores tem gente qualificada que vai aportar conhecimento, que conhece o mercado, etc. Porque eu sozinho investindo no segmento de saúde o risco meu seria muito grande.

Voltando a falar de risco, certo?

Agora eu teria plena condição de fazer investimentos individuais como um anjo qualquer coisa no segmento de tecnologia porque eu tenho aí mais de trinta anos de experiência nesse segmento. Só que mesmo assim para diminuir o meu risco eu opto em entrar junto com o grupo de anjos.

ENTREVISTADOR: Quanto às atividades de anjos, você disse que não existe uma certificação?

IA1: Ainda, né?

ENTREVISTADOR: Fale sobre a curva de aprendizado no investimento anjo. Existe uma curva de aprendizado ou não?

IA1: Lógico que existe. Vamos deixar de lado os dois projetos que eu estou pilotando diretamente e vamos falar dos seis que eu investi como investidor anjo dentro do grupo de anjos até então. Se eu comparar o primeiro ano nós não fizemos investimento nenhum só ficamos avaliando projetos. Então isso criou uma curva de aprendizado no processo de seleção de projetos. No segundo ano nós investimos dos projetos e no terceiro quatro então você pode ver que os próprios resultados já são filtros dessa curva de aprendizados. E eu diria mais voltando ao ponto das mentorias que eu estava falando né? Foi gratificante quando eu descobri essa via, esse canal de mentoria. Eu percebi que eu poderia compartilhar os meus conhecimentos aí como gestor, como empreendedor complementando essas visões, ideias e os negócios dependendo do estágio que eles estavam ou estão. E aí o aprendizado do primeiro negócio junto com as mentorias que eu vinha dando porque começa cruzar informação de uma situação que você está vendo aqui hoje você vai vivenciar ela em outro projeto no dia seguinte ou seis meses depois... Então é muito importante esse ciclo de aprendizado. Muito importante. Eu diria que só consegue identificar o valor disso quando você passa do terceiro ou do quarto investimento para frente. Nos primeiros você não tem essa dimensão, você não consegue enxergar porque a demanda ali é pequena digamos assim.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora você tem oito investimentos ativos. Como você faz para calcular e balancear esses investimentos?

IA1: Esses seis investimentos adicionais que eu entrei puramente como investidor anjo e que eu não estou envolvido emocionalmente digamos assim que a ideia não partiu de mim, vieram de empreendedores e de terceiros é muito fácil quantificar. Nós temos todos os planos de negócios, o contrato de investimento, um dos aportes específicos e nós acompanhamos... Uma outra premissa importante: eu só invisto nesses negócios como investidor anjo negócios onde já foram validados os modelos de negócios. Então essa é outra premissa importante já foi validado e já tem uma rampa inicial de geração de resultados. Por isso que muitas vezes também eu encontro alguns projetos interessantes que me chamam atenção, me conquistam, mas estão no estágio anterior, estão no estágio ainda de desenvolvimento, de maturidade ou de MVP e aí o que eu faço? Eu adoto alguns deles como mentor e vou acompanhando para acelerar esse processo de validação de negócio e começar uma rampa. Então desses doze eu separei seis que eu comentei agora pouco e esses seis que eu estou me dedicando mais eles estão num estágio praticamente de início de rampa de monetização e o meu propósito

daquitrês ou seis meses é estar apresentando o projeto para o grupo de anjos para um eventual início de rodada de investimentos.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Você deve ouvir muito *elevator pitch*....

IA1: Nossa! E eu tenho também o meu *elevator pitch* do meu negócio principal porque eu também estou do outro lado como empreendedor e em algum momento aí deste ano eu buscarei uma rodada de investimentos, então eu tenho os dois lados.

ENTREVISTADOR: Agora quando alguém te procura querendo capital ou o seu aporte como investidor-anjo, o que você enxerga no discurso do empreendedor nesse momento?

IA1: Eu enxergo... O *elevator pitch* eu considero de vital importância para o desenvolvimento do negócio para a compreensão não somente dos investidores, mas principalmente do mercado, dos clientes. Se o *elevator pitch* não estiver bem equacionado que demonstre claramente o *value proposition*, propósito do negócio, da ideia fica difícil você criar uma alavancagem com negócios no mercado.

ENTREVISTADOR: E se eles tiverem? Eu cheguei com um discurso ensaiadíssimo, não gaguejei nem um segundo, matei a charada em trinta segundos, como você toma a decisão de investir? Qual é o próximo passo?

IA1: Meu próximo passo é sentar para conversar. É aquilo lá: o *elevator pitch* tem que ser de cinco a quinze segundos no elevador. E o próximo passo qual é? Se eu me interesse de fato eu vou pegar meu cartão, vou entregar meu cartão na saída do elevador dentro do conceito.

ENTREVISTADOR: E depois?

IA1: Vamos nos encontrar para discutir vinte a trinta minutos para ver se faz sentido aquela mensagem.

ENTREVISTADOR: E até evoluir ao investimento de fato?

IA1: Depende muito do estágio em que o negócio está. Se o negócio está só na ideia pode levar um ano, dois anos. Agora se o estágio do negócio já tem o MVP, já pilotou, de repente em questão de três meses está se tomando uma decisão.

ENTREVISTADOR: Agora, você confirma com terceiros? Você busca referências fora dessa relação?

IA1: Sim. Na realidade eu busco dentro do grupo de anjos que temos inúmeros especialistas. Normalmente a gente agrega um grupo de análise em três ou quatro membros para fazer esse entendimento melhor do projeto de forma a se tomar uma decisão em grupo. Eu já tive situações... Olha como a questão disso é interessante, hoje eu estou muito mais assertivo depois desses três anos aí como investidor-anjo. Mas nos primeiros anos teve alguns casos onde eu me encantei pela ideia e outros colegas que eu convidei para avaliar o projeto no grupo não brilharam hoje entendeu e eu fiquei relutando comigo mesmo, cheguei no começo até a pensar eu estou tão encantado que já que o grupo não quer investir então eu acho que eu vou arriscar, eu vou investir sozinho. Cheguei a pensar nisso. Mas fazendo uma análise mais criteriosa, deixando a poeira abaixar no dia seguinte ou na semana seguinte, no mês seguinte, dando tempo ao tempo, eu tive uma visão mais ampliada de que o risco era muito grande, de que alguns argumentos colocados por terceiros, por outros colegas faziam todo sentido. Eu fiz inclusive, eu tive situações em que porque eu estava acreditando, eu tinha dado a mentoria então criou um vínculo ali de aproximação forte entre o mentor e os empreendedores, com base na ideia e quando eu apresentei para outros colegas potenciais investidores-anjos dentro do grupo e percebi que não tinha a mesma reação que a minha, eu tinha criado algum envolvimento ali emocional pelo projeto ou pelo brilho do olho dos empreendedores, isso às vezes pode confundir e pode aumentar o risco nesse momento. Então o que eu fiz? Eu marquei com o apoio desses meus colegas algumas visitas em empresas para executivos do mercado que estavam naquele segmento para fazer uma avaliação, ouvir qual é o seu comentário. Eu vim através de fulano... Algumas dessas pessoas até foram juntas em algumas dessas reuniões, foram com executivos, com especialistas de cada segmento para a gente ouvir, para diminuir o risco. E isso foi de enorme valia naqueles momentos.

ENTREVISTADOR: E sobre o empreendedor em si?

IA1: Eu gostei da ideia, gostei do brilho do olho.

ENTREVISTADOR: Você verifica o perfil?

IA1: Sim eu verifico. Eu estudo profundamente o LinkedIn que eu acho que é o melhor repositório. Me chamam atenção alguns perfis no LinkedIn do empreendedor quando ele não tem nada público. Me chamam atenção. Eu diria que hoje em dia você tem que tornar público informações mínimas sobre quem você é e o que você fez. E em determinados momentos eu faço como se fosse uma entrevista individual com o empreendedor formal num café e tal para ele me contar um pouquinho mais como é a vida dele, quais foram às conquistas. A gente usa aquelas técnicas de entrevistas que a gente aprendeu aí no mundo de gestão de pessoas para conhecer um pouco melhor e para ver as reações. Uma outra técnica que eu uso muito é quando se tem dois ou três empreendedores no negócio... Eu estou falando isso e estou lembrando de uma situação que eu criei aí num café algumas semanas atrás. Eu tento criar uma situação para colocá-los em conflito. Então eu tinha um determinado caso que tinha um produto que tinha um aspecto de inovação e o modelo de negócio também tinha um aspecto de inovação. Era uma combinação. E aí eu fiz algumas perguntas no café, tinha muitos outros colegas participando e eu percebi que em um dos empreendedores brilhava o olho dele pelo produto e o outro brilhava pelo modelo de negócio. E aí eu tentei inverter a situação ali... Eu falei: Vamos supor que desse grupo aqui a gente só se interesse em investir no produto. Eu falei isso para o cara que acreditava no modelo de negócio. Ele gostava tanto do modelo de negócio que qualquer produto poderia colocar lá entendeu. E aí o outro eu inverti. E aí esse exercício foi fundamental para a gente descobrir que eles não estavam juntos. Ou seja, não investimos: o risco seria enorme se a gente tivesse avançado sem ter percebido esse pequeno detalhe.

ENTREVISTADOR: Eu entendi que esses empreendedores eram totais desconhecidos seus.

IA1: A maioria deles. Praticamente 99% são totais desconhecidos. Agora estabeleceu algum vínculo esse daqui é conhecido do João que é amigo do Carlos que conhece Maria...

Aí tento pelo próprio LinkedIn ou por contato porque todos os projetos de alguma forma são indicados, chegam através de alguma indicação então a gente avalia. Na realidade no grupo de anjos recentemente nós criamos um modelo de padrinho, quer dizer, se chega um projeto... Hoje, por exemplo, há um ano atrás alguém que eu conheci rapidamente lá na FECAP e você

falou: Olha tem aqui o fulano de tal, etc. posso pedir para ele falar com você? Antigamente eu fazia o contato, eu mandava um *deck* de slides para ele, ele preenchia o *deck* e já mandava lá para o nosso grupo de avaliação. Hoje nós não fazemos mais isso. Hoje se chega uma indicação por alguém eu recebo as informações, eu não mando para nenhum lugar, agendo um *call*, *Skype* ou café se eu gostar da ideia. Se eu não gostar da ideia eu falo: Me desculpe, eu agradeço, boa sorte. Mas 90% dos casos de alguma forma já chega mais ou menos filtrado e eu faço essa pré-avaliação e aí quando eu apresento para o grupo eu viro um padrinho, entendeu? Eu estou me responsabilizando com a ideia então significa que eu vou defender o projeto pelo menos numa reunião de pré-avaliação, uma reunião de *screening* que a gente chama, que a gente tem periodicamente com o grupo de seleção para chegar nesse ponto de você apadrinhar a ideia. Você exige o *business plan*. O empreendedor ele tem que trazer um *business plan* para você, ele tem que trazer um *deck* de slides preenchidos e que por trás se você somar todos os slides é a soma de um *business plan*. Quer dizer, se ele não tem o *business plan* ele pode até falar que tem, mas na hora que eu vejo os slides eu já percebo se ele tem o *business plan* ou não e também o tempo que ele leva. Têm alguns que desistem de me apresentar o *deck* de slide. Por quê? Porque ele não tem aquelas informações e ele não vai ter. Então faz parte do projeto de seleção também ele ter agilidade e a gente normalmente dá uma semana para ele preencher entendeu.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora vamos imaginar que você tenha um investimento com um alto potencial tecnológico. Existe o risco de no futuro ela deixar de atrair um fundo de *private equity*... Eu estou pensando em relação à saída.

IA1: Sim isso a gente avalia muito.

ENTREVISTADOR: O que facilitaria essas estratégias de saída?

IA1: A gente avalia dois casos. Têm alguns negócios que são encantadores, mas que não tem muito bem definida uma estratégia de saída. A gente não descarta, João. Um dos negócios inclusive que nós entramos não tem bem definida essa estratégia de saída, mas ele é um *cash call*, é uma vaquinha leiteira, então ele vai gerar dividendos para os investidores. Mas não é nosso objetivo aumentar muito essa dependência, o número de projetos assim, um ou outro pelo interesse estratégico e tal é cabível, agora a nossa estratégia de forma geral são investimentos escaláveis e que tenham uma estratégia de saída.

ENTREVISTADOR: Especificamente para uma empresa com alto potencial tecnológico, você acha que o registro de patentes poderia ser uma estratégia para atrair compradores no futuro?

IA1: Eu acho que dependendo do estágio, se a gente está falando em estágio de *seed*, de investimento-anjo eu acho muito difícil porque é muito caro você ter os registros de patentes, principalmente de *design*, de *hardware*, etc. Na área de *software* eu acho que é uma premissa você ter os registros e direitos autorais e *copyrights* registrados em Biblioteca Nacional que cabe no bolso de uma *startup*.

Agora, se a gente está falando de software, sim isso eu entendo que é um pré-requisito você ter esses registros. Se você está falando de *design*, de *hardware*, de algo revolucionário e inovador você tem esse pré-requisito, mas você não consegue fazer no estágio de uma *startup*. Então é um dilema que esses empreendedores ficam toda vez que se depara com uma situação dessas.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora em relação ao investidor mesmo, vamos falar de pessoas, você tem negócios que são pilotados pelo próprio empreendedor...

IA1: Você falou na ótica do investidor né?

ENTREVISTADOR: É. Você acha que tem risco numa situação em que um empreendedor arrisca, ele utiliza dinheiro do anjo e não do capital dele próprio?

IA1: Na maioria das vezes não, mas eu acredito que 50% das vezes os empreendedores preferem utilizar o recurso do anjo enquanto não está validado o modelo de negócio porque o risco é muito grande. Eu diria que esse risco é grande não só por não ter a validação do negócio, mas pela falta de experiência. Então eu percebo que isso tem um comportamento diferente dependendo da idade, da maturidade dos empreendedores. Se você pega empreendedores que estão na casa dos trinta, dos quarenta ou cinquenta anos, sessenta, quanto maior o grau de experiência digamos assim, se ele tem um capital próprio ele utiliza, ele prefere utilizar o capital próprio dele do que diluir as suas ações. Então a gente percebe que os empreendedores jovens na casa dos vinte, vinte e poucos anos eles tendem mesmo que eles

tenham o recurso *family and friends* ou próprio eles preferem dividir esse risco com os *investidores-anjos* até com propósito de pegar, adicionar e aportar aquele conhecimento intelectual que eles não têm para diminuir esse risco.

ENTREVISTADOR: Agora na sua decisão de investimento importa saber percentualmente quanto ele está colocando de capital próprio?

IA1: Lógico que isso importa, sem dúvida nenhuma. Se ele já colocou um volume significativo é sinal que ele acredita na ideia dele ainda que talvez proporcional. Então você pega os investidores jovens que estão aí ganhando em suas atividades ganhando dois ou três mil reais como estagiário, trainee em começo de carreira ele ganha de dois a cinco mil reais vai é a média do que a gente observa e eles têm que decidir, abrir mão do emprego para começar a se dedicar mais ao projeto. Eles adiam ao máximo isso. Chega uma hora que não tem solução. Eu estou vendo vários casos assim e aí você observa que eles ficam sem nenhum rendimento mensal, eles têm que de alguma forma sobreviver, eles necessitam ter algum *budget* mínimo ali para fazer as primeiras transações junto ao mercado, fazer algum folheto, alguma ação digital na *web* e é interessante ver como eles se viram e como eles buscam essa colheita dos recursos. Isso tem grande valor para o investidor-anjo quando ele observa principalmente porque a análise de um investimento-anjo ela não é do dia para a noite, leva de três a seis meses e esse é o melhor período de observação porque não entrou dinheiro ainda de investidor anjo, já foi apresentado conceitualmente o plano de negócio lá no momento zero e aí o papel desse investidor-anjo é ficar observando mês a mês se aquilo que está projetado, prometido se está se cumprindo. Se ele projetou que ele vai estar monetizando agora a partir de abril e que ele tem lá em abril ele espera gerar de receita dois mil reais, depois em maio cinco mil, depois em junho dez mil. Então durante essa análise você vai observar se aquilo que ele projetou é uma forma de diminuir o risco também.

ENTREVISTADOR: Agora vamos falar de tecnologia. Imagina que eu chegue para você e diga: Eu tenho a solução do problema da água de São Paulo. Eu vou conseguir sintetizar água a partir do ar. Isso te interessa e qual é o risco nessa tecnologia disruptiva, nesse modelo super arrojado?

IA1: Interessa, mas a gente tem que fazer uma análise criteriosa e para fazer essa análise criteriosa como se trata de tecnologia precisa buscar especialistas no ramo. Então essa é a

vantagem de estar junto de um grupo de anjos. Nós chegamos avaliar alguns projetos nesse sentido, ficamos encantados num primeiro momento é lógico pelo tipo de inovação, mas na hora que nós fomos adiante com especialistas no tema, fizemos uma avaliação mais criteriosa... olha essa tecnologia ela exigirá um volume de investimento tão alto que não é para o nosso perfil de investimento. Entendeu? Então você tem que ser muito consciente para entender isso.

ENTREVISTADOR: Perfeito.

IA1: Ou muitas vezes a tecnologia não vai se justificar também não, não vai ser aceita no mercado porque você tem que ter essa visão de futuro. Vamos pensar como surgiu a energia solar quem investiu naquela época achava que todo telhado ia ter energia solar. Quantos anos se passaram? Eu tive uma experiência que está fazendo eu me lembrar não sei se vale à pena contar...

ENTREVISTADOR: Por favor.

IA1: Naquele período que eu trabalhei nos Estados Unidos na multinacional eu estava fazendo um programa de *shadow* e eu tive a oportunidade de ficar um período acompanhando um projeto de inovação de *RFID* isso foi em 1996 praticamente vinte anos atrás e eu fiquei encantado com o projeto, acompanhei uma série de exercícios etc. Um ano depois eu estava no Brasil, eu fiquei extremamente surpreso com a decisão que foi tomada de empacotar todo aquele estudo tecnológico. Eu vi na prática os benefícios aplicados em diferentes setores. Voltei para o Brasil. Um ano depois eu encontrei com a executiva num evento e eu fiquei surpreso em saber que eles tinham empacotado e tiveram a visão de que aquele tipo de tecnologia levaria de dez a vinte anos para ser adotada de fato comercialmente. Eu fiquei assim, pela experiência que eu tinha... Decepcionado com aquela decisão. Hoje passaram-se vinte anos e não virou realidade ainda. Ou seja, é muito importante eu diria você ter alguns exemplos. Nada melhor do que um exemplo para que você possa se basear e tomar decisão em outros. Quando você fala em inovação disruptiva esse risco é enorme. Você encontrar o time correto com a visão correta é um desafio. Isso às vezes está no empreendedor ou no investidor. Eu enxergo situações onde o investidor num determinado momento conseguiu ter uma visão de mais longo prazo ainda do que o empreendedor. O empreendedor está

enxergando assim tipo um, dois, três anos aqui geograficamente e de repente o investidor pela visão dele está chegando daqui dez anos e numa escala muito maior.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora o *Business Angel* é anjo ou é demônio? Você acha que o empreendedor confia no investidor?

IA1: É engraçado isso. Eu conheço várias *startups* que já receberam alguma rodada de investimento anjo principalmente no momento inicial lá como *seed* e hoje esses empreendedores eles falam que eles já tiveram investimento-anjo que levou lá 5, 10, 20% ou até mais às vezes na participação da empresa e que na realidade não agregaram valor nenhum ao negócio. Eles entraram com dinheiro e com cobrança então esse *feedback...* é comum às vezes a gente se deparar com esse tipo de situação. Eu acho que essa resposta ela volta naquele ponto que nós falamos no início da questão de fazer a seleção. Eu digo que toda vez que você tem um investimento não é só o investidor que vai avaliar o projeto, o empreendedor, a ideia. O empreendedor tem que avaliar também o investidor. Quem é o investidor? Eu respondi aí para você que a gente busca entender melhor ele de certa forma e esse empreendedor ele tem que fazer o inverso, ele também tem que entrar no LinkedIn, ele também tem que fazer uma entrevista para entender qual o histórico passado do investidor-anjo, quais experiências ele de fato tem, o que ele vai agregar. Isso é que nem casamento um tem que avaliar o outro e vice-versa.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora, imaginando que um empreendedor esteja pilotando o negócio existe o risco de ele usar recursos ou tomar decisões em benefício próprio ao invés de benefício do melhor interesse da sociedade?

IA1: O risco existe e aí você tem que entrar no *termsheet* e nas cláusulas contratuais formas e permitir que ele faça uma gestão sem dificuldades, mas que esteja dentro de parâmetros pré-estabelecidos dentro aí das melhores práticas de mercado. Então definir se ele vai contratar... Da mesma forma ele não pode aumentar o pró-labore dele se não for aprovado em Conselho. Ele não pode introduzir um novo benefício que gere custos que não esteja no plano de negócios aprovados no ano como, por exemplo, dar um plano médico para os funcionários. Ele pode sim apresentar para o Conselho e o Conselho liberar, mas então você tem que criar esses parâmetros a nível de contrato de gestão.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora imagine que apareça um empreendedor oferecendo sociedade em uma área que não é a sua realidade... Olha, eu tenho uma fábrica de sapatos! Você não tem investimento em fábrica de sapatos, certo? Como isso soa para você?

IA1: Pra mim não gera nenhum eco porque primeiro eu não estou buscando sociedade, eu não quero entrar de sócio, eu quero entrar como investidor-anjo, certo? É aí que eu separo bem o empreendedor do empresário, o sócio e o investidor têm papéis muito diferentes um do outro João. O sócio você vai entrar para ficar na operação lá enquanto que o investidor ele não vai ficar na operação. Uma fábrica de sapatos não é um negócio escalável é um negócio que já está lá operando cinco, dez, vinte anos. Eu não invisto nesse tipo de negócio. Eu não vou agregar valor nenhum e se ele está buscando um sócio por causa de aspectos financeiros ele tem que buscar um sócio do segmento. O nosso aporte como investidor-anjo, volto a dizer, são aportes que sejam escaláveis e que tenham uma projeção de uma saída de três a cinco anos.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora você aprende com outros anjos?

IA1: E como. É uma verdadeira escola, troca de experiências, network. Eu estou aprendendo com você aqui, essas perguntas que você está fazendo está enriquecendo.

ENTREVISTADOR: Que bom.

IA1: Como eu aprendo você não tem ideia!

ENTREVISTADOR: O empreendedor, pelo fato de ser empreendedor, ele é um bom administrador?

IA1: Não necessariamente. Eu trato isso daí naquele vídeo também, naquela série o empreendedor normalmente é aquele que teve a ideia, teve os *insights* iniciais e eu falo que ele sozinho não vai chegar a lugar nenhum então ele precisa e primeiro lugar dividir a sua ideia com algumas pessoas que ele conheça, que ele tenha confiança, ele não precisa ter medo de roubarem a ideia dele desde que ele saiba escolher com quem compartilhar e pegar *feedbacks* do mercado. À medida que a ideia foi aceita ele vai ter que desenvolver um plano de execução, como você vai executar, desenvolver essa ideia e aí ele tem que buscar pares

para complementar a experiência dele. Então se ele é um cara da área financeira não adianta ele trazer um outro cara financeiro, ele tem que trazer um cara da área comercial ou da área de produto e assim por diante. Então quando o empreendedor ele tem a ideia e ele está sozinho, esse momento inicial é muito importante para ele selecionar bem quem ele vai adicionar, quem ele vai trazer; é tão mais importante do que a futura rodada de investimento. Quem vão ser os empreendedores associados ali? Quem vão ser os *co-founders* que vão pensar igual a ele? Tem que ser pessoas que pensem como ele, que acreditem na ideia como ele senão o risco de isso ter uma ruptura depois é muito grande, de algum desistir, etc. A gente vê muito isso. Tem uma tendência de eles encontrarem, convidarem os amigos. Os amigos da escola, vizinho, parente etc. e não avaliam devidamente qual o background de cada um ou o que cada um pode trazer. Qual é a especialidade de cada um? Em seguida, ele tem que buscar outras competências trazendo funcionários, dando *Cliff* ou *vesting* para de alguma forma criar uma política de retenção porque os salários pagos numa *startup* são valores baixos, abaixo da média de mercado onde você mantém um interesse em função de uma perspectiva de crescimento futuro.

ENTREVISTADOR: O percentual de *equity* exigido pelo anjo varia em função do risco existente na operação?

IA1: Eu acho que sim, agora, na realidade eu acho que os maiores riscos nesse estágio inicial de investimento-anjo são quando você tem uma ideia que encanta, o modelo de negócio está praticamente validado, mas você percebe que os empreendedores não são tocadores de fato. Eu acho que o risco maior está aí. E aí você precisaria aportar como se fosse um *co-CEO*. Quem se intitula *CEO* normalmente é o empreendedor que teve a ideia e ele tem que ter a humildade... Eu tenho um lá que ele fala: Cadê o *CEO*? Num daqueles vídeos lá. Porque ele se intitula o *CEO*, mas ele não tem experiência nenhuma de gestão. Ele não sabe muitas vezes lidar com pessoas, não tem a motivação de um time e tal. Então ele precisa ter a humildade de escolher dentro do grupo ali dos empreendedores e associados, dos colegas quem poderia desempenhar esse papel e ficar eventualmente num plano secundário. Mas isso é raro e eu digo que esse é um dos maiores problemas dessa fase inicial. Não existe uma aceitação fácil da ideia de ser pilotado por um outro líder que surge porque ele teve a ideia, ele se considera o dono da ideia e isso também você observa em função da divisão das participações acionárias; então você pega quatro empreendedores que começaram o negócio juntos e cada um tem 25% é um modelo em que você tem um risco muito menor do que aquele caso que um tem 70% e

os outros três tem 10%. Agora você precisa ouvir a história como foi se formando isso. Porque muitas vezes se o negócio também nasceu com um só e devagarzinho ele foi fazendo time e aumentando sua participação é perfeito, não tem certo ou errado, mas é importante você observar essa composição acionária, cruzar essa informação com os históricos de cada um, cruzar com o estilo e o aporte que cada um pode trazer para o negócio.

ENTREVISTADOR: Perfeito.

IA1: Daí você cruza tudo isso e tira as conclusões.

ENTREVISTADOR: Sobre a dificuldade de obtenção de recursos e a necessidade de começar criar receitas, o que você pode me falar?

IA1: Essa é a fase importante do negócio, ela precisa começar gerar receita. Muitas *startups* a gente percebe que não conseguem entrar nessa onda e eles têm uma dificuldade enorme, eles ficam batendo cabeça entre eles; como vai monetizar? Gastam um tempo enorme, ficam em discussões assim dias e mais dias, meses e mais meses enquanto que a minha sugestão enquanto mentor é: Vá para campo! Teve uma ideia agora de monetização? Ponha no papel e no dia seguinte vá para campo, vá testar, vá dar a cara para apanhar, vá na frente do cliente é a melhor forma de validar. Não... Fica lá um vem com uma ideia, no dia seguinte o outro traz um negócio novo e tal. E esse negócio de espírito de corroboração também e igualdade quando não tem um líder lá nato em um grupo isso pode ser um problema porque eles ficam patinando e cada hora um dos três ou quatro lá traz uma variante daquele negócio lá. Então você tem um negócio maravilhoso aqui, mas está com dificuldade de monetizar. Aí no dia seguinte, porque o cara precisa de dinheiro, por causa disso ou daquilo e tal, alguém falou com um tio ou com um amigo e tal e aí ele traz a ideia. Pessoal, esse negócio aqui não está dando certo, vamos criar aqui um *white label* e vamos seguir outro caminho. Uma ideia dessas que venha para o grupo lá dos três ou quatro se eles não tiverem um alicerce, um *value proposition* muito bem definido aquele primeiro quando teve a ideia original eles vão se distorcendo, eles vão mudando o futuro da empresa sabe. De um dia para a noite ele muda o produto, ele muda o mercado e aí a probabilidade de ir para o brejo é muito grande.

ENTREVISTADOR: Perfeito. E você busca promover os seus investimentos perante seus colegas? Olha eu tenho essa empresa aqui ela faz determinado negócio e isso pode te atender. Você tentar através do seu...

IA1: Do meu network?

ENTREVISTADOR: Sim.

IA1: Eu tento. Eu tento à medida que já passou de um estágio inicial certo? Eu tento até para ver. Aquele período lá de três a seis meses que você está avaliando eu faço muito isso.

E nas investidas mais ainda. Você viu que eu estava falando das investidas agora pouco.

ENTREVISTADOR: Qual tempo de retorno médio?

IA1: Eu enxergo de três a cinco anos, não menos que isso.

ENTREVISTADOR: E você quando vai tomar a decisão de um investimento novo você busca prever esse horizonte desse investimento?

IA1: Busco. Não sei se todos os investidores-anjos que investem junto com a gente fazem isso. Eu acho que vários são seguidores de quem avalia o projeto. Eu faço força para avaliar profundamente todos os projetos. Dos seis projetos que eu invisto externamente cinco eu me envolvi nas avaliações. Em um deles eu sou seguidor, eu confio em quem fez toda análise e tal e acompanho o investimento. Eu acredito que agora que eu atingi uma certa maturidade, depois de três anos, a minha tendência é que a gente acelere no grupo um volume maior de investimento e que eu invista mais e mais em investimentos que eu não fiz análise profunda para aumentar a minha carteira.

ENTREVISTADOR: E quando você pode dizer que um investimento gerou retorno?

IA1: Depois de três a cinco anos.

ENTREVISTADOR: O que te ajuda a aferir se isso aumentou?

IA1: Eu tenho uma premissa como investidor anjo o mínimo esperado é que você multiplique por três, o meu *target* é x 10 então se estiver nessa faixa de três a dez eu estou satisfeito.

ENTREVISTADOR: Mas aí você desinveste?

IA1: Não necessariamente. Agora se estiver acima de dez eu estou bastante satisfeito. E se não chegar a três... Só se não chegasse a três eu desinvestiria entendeu ou eu sairia numa rodada de investimento maior que venha ter se eu não enxergar visibilidade ou potencial de estar acompanhando a evolução do negócio.

ENTREVISTADOR: Isso ainda no momento de ‘vou investir ou não vou investir’; você já vislumbra esses horizontes?

IA1: Sim.

ENTREVISTADOR: Que tipo?

IA1: Para quem eu vou vender, qual é o tamanho do negócio daqui três anos ou cinco anos. A gente faz essas projeções, inclusive, alguns negócios a gente atrela em que se não atingir um EBITDA aí numa questão de quatro anos, de três a cinco a parcela nossa da empresa é maior. Ou seja, a gente atrela ao *valuation*. Tipo o investidor pede um *valuation* tal hoje. E a gente fala: Não vale isso que você está pedindo. Vale metade. E ele insiste nisso, a gente gosta da ideia e tal e estou insistindo nesse outro. Então a gente propõe para ele: Vamos deixar essa questão de *valuation* para depois? Se você está dizendo que seu negócio vale tanto você vai entregar tanto de EBITDA, se você entregar tanto EBITDA fica aqui tanto por cento. Se você entregar um dólar a menos fica o meu *valuation*.

Então isso diminui esse risco aí de não ter *valuation* apropriado.

ENTREVISTADOR: E quanto ao investimento? Eu vou investir cem na sua operação existe risco de você colocar todo esse capital de uma vez só na mão desse empreendedor?

IA1: O risco existe por isso nós usamos um conceito de *tranches* então nós fazemos em dois ou três *tranches* para que o investidor não receba esse dinheiro e fique com o dinheiro parado lá. E o segundo *tranche* e o terceiro *tranche* eventualmente se houver ele está associado a atingimento de metas também. Então se ele atingir num período tanto tais resultados ele tem o direito desse outro *tranche*.

EMPREENDEDOR: E se a ideia for boa, viável, mas exigir muito do seu tempo?

IA1: Se ela for exigir muito do meu tempo... O máximo de tempo que poderia exigir seriam sessões de mentorias nos primeiros noventa dias e depois como conselheiro. Como a gente está num grupo de anjos a gente tem ali um *pool* de conselheiros potenciais e a gente vai dirigindo os projetos. Eu estou no conselho de uma empresa hoje.

ENTREVISTADOR: Agora você chega estimular o empreendedor a voltar para casa, pensar o negócio e voltar quando a proposta estiver mais madura?

IA1: Sim é muito comum. Nessas fases iniciais depois de uma ou duas sessões de mentoria eu tenho vários casos aí. No meu controle de inventário de projetos em que eu provi mentoria nesses três anos eu tenho cerca de uns sessenta projetos mais ou menos e eu diria que... A menos que o projeto seja muito assim visível eu falo: Não acredito no seu projeto. Na maioria das vezes eu tento enxergar uma oportunidade baseada naquela ideia, eu dou uma atenção para compreender melhor a ideia porque às vezes eles não têm um *elevator pitch* bem desenhado ainda. Às vezes eu ajudo até ele melhorar o *pitch* dele e falo: Acho que daqui seis meses se você atingir isso, isso e isso. Ou eu ajudo, defino alguns *KPIs* e a hora que você atingir esses números aqui pode voltar falar comigo.

ENTREVISTADOR: E se o problema não for tempo, mas for o *staff* que está incompleto, vale à pena investir?

IA1: Vale. Se você precisa de mais gente isso pode ser uma demanda do início do projeto só precisa ver onde estão esses *skills*, se são identificados no mercado e ver quanto custa. Precisa ver se cabe no *business plan*.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Você disse que muitas vezes o empreendedor é o “dono da ideia”. Essa foi a expressão que você usou. Existe empreendedor de difícil trato?

IA1: Existe. Existe e isso é um inibidor. É um *deal break*. Eu diria que tem... Assista depois aquele vídeo lá quem é o CEO, você vai gostar. Mas eu digo que o empreendedor, o líder, o CEO que se intitula CEO, o investimento anjo cai 70% sobre ele. 70% do risco está em quem é essa pessoa, em que ele acredita e como ele executa. Se ele é de difícil trato, ele não vai conseguir levar o negócio adiante, ele vai ter dificuldade com os funcionários, ele vai ter dificuldade com o mercado, principalmente dificuldade com os investidores, ninguém vai conseguir investimento. Certo?

ENTREVISTADOR: E você acha que existe razão e emoção na escolha de um *startup*?

IA1: Sim com certeza. O desafio é balancear 50 a 50.

ENTREVISTADOR: Na hora de decidir você pede conselho para os seus advogados e consultores de confiança?

IA1: Sim. Nós temos um grupo de advogados, *legal team*, e muitas vezes a gente leva até em algumas reuniões de avaliação para avaliar riscos. Às vezes você tem um projeto que tem um risco trabalhista enorme; é inovador e tal e como fazer? É melhor não entrar porque nós não temos como gerenciar esse tipo de risco ou eliminar.

ENTREVISTADOR: Quanto aos ganhos não financeiros do investimento anjo, ou seja, você entra no negócio propondo evidentemente ter um retorno sobre aquele capital investido, mas não é só isso que a literatura aponta.

IA1: Sim.

ENTREVISTADOR: Que tipo de outros ganhos assim você enxerga?

IA1: Que eu enxergo hoje, eu sou novato aí em três anos digamos assim, mas eu acho que no Brasil (o investimento-anjo) não tem muito mais tempo do que isso, eu enxergo que um dos principais ganhos é a proximidade em *network*, a proximidade com os empreendedores em

ver como principalmente essa turma jovem lida com situações novas. O maior valor agregado que eu trago para mim como investidor anjo é enxergar novas maneiras de gestão, adicionar aí as minhas experiências estando próximos deles, por exemplo, acompanhando os projetos como eu comentei aí mensalmente eu faço algum tipo de contato com eles e se você está no conselho de administração de uma dessas *startups* melhor ainda, mas você precisa ter disponibilidade para isso.

ENTREVISTADOR: O *term sheet* aborda essas questões, esses ganhos indiretos não financeiros vamos colocar assim?

IA1: Não. Esses são ganhos bem intangíveis.

ENTREVISTADOR: O que você pode falar da linguagem desse contato?

IA1: É fácil. A gente trabalhou muito tempo para ter um contrato, inclusive está constantemente revendo ele em função de cada projeto novo que surge a gente tem um escopo e logicamente essa é a base de cada novo negócio. E aí nós vamos às vezes identificando novas situações e vamos adicionando nesse *template* padrão.

ENTREVISTADOR: A questão da fidelização da marca: você foca na fidelização da marca? O que você acha a respeito da marca para o empreendimento?

IA1: Eu acredito que o futuro do negócio ele está diretamente atrelado ao valor da marca. Ao *branding*. Então esse é um ponto que a gente estuda muito. Têm dois pontos fortes nessa área de marketing primeiro é a segmentação de mercado e segundo o *branding* principalmente agora com as tecnologias e marcas digitais a gente dedica muito tempo a estudar essas técnicas, quais as ações que serão feitas, o que existe, quanto dinheiro investido vai ser aplicado na evolução, na construção da marca, nos resultados de negócios. E às vezes a gente pega alguns casos onde ele está alocando a maior parte do dinheiro para melhorar o produto, no âmbito técnico. Porque na verdade você precisa dividir isso, você vai desenvolver um produto melhor, mas ao mesmo tempo você tem que ir colocando no mercado cada vez mais, estudar *user experience*, as experiências dos usuários para fazer um produto melhor. Muitas vezes o empreendedor não tem essa visão, ele não passou por essas experiências ainda.

ENTREVISTADOR: Quero saber como você percebe a pressão da concorrência em geral. Existe pressão dos concorrentes em relação aos investimentos que você já efetuou? Estou falando de algum investimento já feito e que agora você administra, fez mais dois. Em relação a esses investimentos, você percebe pressão da concorrência ?

IA1: Concorrência pra cada negócio ?

ENTREVISTADOR: Sim e não, depende muito do estágio em que o negócio está. Eu diria que os negócios que estão em numa fase inicial, apesar de já terem justificado o modelo de negócio, já tem uma rampa inicial, por mais inovadores que sejam, ainda não chamam tão a atenção do mercado. Então eu diria que por ser uma inovação muitas vezes não tem uma concorrência direta equivalente. Tem alguns concorrentes que chamo de adjacentes que podem ser substitutos. Mas pelo fato do negócio ainda estar num estágio inicial em termos de crescimento, eu diria que não são tão bem percebidas as ações da concorrência em relação ao novo negócio.

IA1: Se o produto precisar de melhorias, mesmo assim, o anjo investe?

ENTREVISTADOR: Sim, é muito comum o investidor anjo mesmo tendo um produto que validou o modelo de negócio, mas o produto não está totalmente acabado. Eu diria que isso é muito comum, desde que veio o conceito de *lean startup*, *startup enxuta*, onde o propósito principal é você testar a ideia com um produto mínimo viável, o chamado MVP, pode ser que o produto não esteja ainda num estágio maduro tecnologicamente, ou porque falta complementar outras funções agregadas ou porque a tecnologia escolhida para o desenvolvimento do mesmo não foi a tecnologia ideal. Isso às vezes é uma decisão interessante por parte dos empreendedores, porque mesmo tendo o escopo do projeto totalmente definido, como ele tem que rapidamente levar a ideia para o mercado, ele pode usar alguma tecnologia em que seja mais fácil o desenvolvimento e ele vai ter a plena consciência que tudo aquilo que ele fez vai ter que refazer do zero novamente com outro tipo de tecnologia, uma tecnologia mais escalável, etc. Num desses empreendimentos que estou diretamente lidando, um deles eu lancei há 2 anos e meio, 3 anos atrás e tomamos a decisão, fizemos um MVP inicial num determinado momento, validamos o modelo de negócio e aí reconstruímos tudo, uma nova tecnologia e infelizmente essa nova tecnologia que a gente desenvolveu por uma determinada razão, não atendeu as nossas necessidades num âmbito

mais global, atendia regionalmente no Brasil. E muito recentemente, há 8, 9 meses atrás, em função de ter ido para um outro provedor de *datacenter* global, etc., começamos a reconstruir novamente. Esse negócio está no 3º ciclo de desenvolvimento de tecnologia. E nem por isso deixou de ter investimento, muito pelo contrário, isso faz parte do amadurecimento. Pra complementar, a questão da competição, diria que quanto mais presente o negócio vai se estabelecendo no mercado, vai chamando a atenção dos concorrentes, seja um próprio boca-a-boca e eventualmente por algumas ações de imprensa, de mídia que você acaba fazendo. Daí não tem jeito, não tem como atrasar essa reação, essa comparação da concorrência. Em que você tem que se apoiar como empreendedor é garantir que sua ideia é inovadora em alguns aspectos e pisar fundo no acelerador. Mas a concorrência vai vir uma hora ou outra. E tentar se proteger ao máximo na questão dos direitos autorais, de *copyright*. Já comentei que patentes... é muito difícil você ter um registro, é muito custoso em nível global, mas em termos de *copyright* você fica protegido com a ideia, com a concepção do modelo e tudo mais.

ENTREVISTADOR: Em relação à demora para a empresa se desenvolver ? Como a maturidade ou a falta de maturidade podem influenciar o desempenho da *startup* ?

IA1: Total. Diria que é aí que vem o que a gente aborda como apoio em ações de *mentoring* que os investidores podem agregar. A gente fala muito do *smart money*, ou dinheiro inteligente onde o investidor anjo que apoia iniciativas maiores como grupo de anjos onde você soma *skills* de várias áreas, isso tem um valor muito grande para o empreendedor. Se ele recebe o apoio de um anjo específico, essa visão pode ter um valor agregado, mas esse valor é muito ligado a uma determinada área da experiência do anjo. Se ele veio da área de marketing, eventualmente vai poder ajudar em marketing mas não em finanças, não em estratégia digital e assim por diante. Quando você fala de um grupo de anjos, fica muito fácil porque o grupo pode aportar diferentes conhecimentos, não só na fase inicial, mas também na fase de escalada onde requer conhecimentos, experiências de governança da empresa, governanças corporativas, estabelecimento de um conselho de administração, etc. Isso passa a ser muito rico.

ENTREVISTADOR: Imagino que mais sofisticado ou menos sofisticado o produto, vendas é sempre um ponto crítico.

IA1: Vendas é sempre um grande desafio de qualquer negócio. Quando a gente fala em modelo de negócio estar validado, é no mínimo ter sido testado qual segmento de mercado alvo ou os segmentos e como se estabelece o processo de aquisição de clientes, de fechamento de negócio. Se você não tem isso bem definido... e com relação aos recursos observo muito e eu mesmo já passei por algumas experiências assim: não contrate vendedores se você vendedor não consegue vender o produto. É muito comum os empreendedores e principalmente os mais jovens acharem que é pôr o *app* no ar e ele vai se vender sozinho pelo processo digital ou se for numa relação *B2B* que vai contratar uma equipe de representantes, de executivos de conta e que vai conquistar contas relevantes em curto espaço de tempo. E não é assim. A verdade é que se você não amadurecer o negócio... e para amadurecer o negócio você precisa ter maturidade. Se o empreendedor é novo e não tem essa experiência, ele precisa aportar essa maturidade de outro lugar. Então ele vai contratar gente mais experiente, ou vai trazer algum outro sócio mais experiente numa área que ele não conheça tanto. Ou na melhor hipótese vai buscar um grupo de anjos ou um anjo que aporte além do dinheiro esse capital intelectual. Isso é fundamental.

ENTREVISTADOR: Você falou do MVP. Há necessidade de uma equipe gerencial quando a equipe começa a crescer? Fica mais sofisticada e teoricamente ela deve precisar de uma equipe mais sofisticada para gerenciar. Como a escalabilidade na *startup* influencia os investimentos ?

IA1:Eu diria que cada fase do investimento requer dinheiro num determinado nível e aporte intelectual em outro nível. Se você está num investimento *seed*, você tem que aportar conhecimento para alavancar o negócio. O perfil das pessoas é completamente diferente quando você já tem um *series A* ou *series B* em que você vai sair de 5 para 50 colaboradores ou de 50 para 200 colaboradores. Eu percebo um medo muito grande dos empreendedores jovens porque eles não passaram por essa vivencia. Tiveram a ideia, tem de 20 a 25 anos, a maioria deles já teve 2, 3 anos de experiência em algum tipo de organização, mas eles não conseguem sozinhos, ou dão cabeçada e a coisa pode não se estruturar. Esse é um dos maiores desafios... Já assisti palestras internacionais; já li muito material a respeito sobre os riscos envolvidos nessa fase. Ou seja, muitos investidores que entraram no primeiro estágio, de repente não conseguem viabilização do negócio porque ele não passa a ser escalável. Ou por dificuldade da tecnologia, ou por falta de gente competente, por falta de estrutura em processos. Então nessa hora acredito que é fundamental você ter alguns conselheiros, ou

auditores ou executivos dentro da organização pra já receber algum investimento. Já se pode pagar algum tipo de gestor ali, de executivos para que aportem essa visão de escalabilidade e de crescimento.

ENTREVISTADOR: Em relação ao arcabouço legal e contábil brasileiro, a burocracia influencia no investimento depois de efetuado, no dia-a-dia das empresas ?

IA1: Acho que a burocracia incomoda muito os empreendedores, ela desestimula no início. É importante que os empreendedores fiquem completamente dentro da lei para estarem prontos para qualquer tipo de rodada de investimento. Isso é um dilema que percebo que muitos tem. Assim como buscam muitas vezes um contador regional que não tem uma experiência em *startups*. Ou um suporte jurídico por indicação muitas vezes familiar e que não estão habituados com uma série de aspectos que são importantes para um processo de *startups*. Já presenciei situações que, por falta de conhecimento, ao invés de fazer uma proposição de retenção dos funcionários usando *vesting* ou *cliff* que com certeza qualquer escritório de advocacia orientaria, especializado em investimento-anjo estaria orientando, eles acabaram dando ações no contrato social do funcionário, achando que ele iria ter uma economia de impostos pra se enquadrar como pró-labore e não como CLT. Depois tiveram uma série de dificuldades para retirar esses colaboradores da sociedade e assim por diante. Então isso precisa ser melhor divulgado, melhor comunicado e particularmente com a questão tributária, a gente percebe muita falta de orientação. “Vou abrir como SIMPLES etc.” E não se sabe exatamente quais são os benefícios ou não. Agora tem a EIRELI e você vai ver tem investimento em outra empresa e assim sucessivamente. Falta muita orientação, apoio do governo em criar uma estratégia para as *startups*. Acho que o governo, essas iniciativas que tem hoje são oriundas da última década em que foram criados incentivos para pequenas empresas, mas nada foi feito para *startup* propriamente dita. Tem que mudar a questão da legislação trabalhista porque não dá pra encarar um profissional que está começando a apoiar, que está sendo contratado para atuar numa *startup* que não tem nenhum tipo de receita ainda e com muito esforço os empreendedores estão buscando alguns recursos pessoais ou de família, do círculo de amigos. E fica aquele dilema, perde-se muito tempo com isso, as pessoas que estão procurando emprego não tem a consciência exata do que é uma *startup*, acabam entrando e não veem resultado em curto prazo e desistem. Vira um imbróglio ali e não é bom para nenhum dos lados. O governo deveria ter um tratamento diferente do que a gente vê hoje no país para esse conceito de inovação, *startups* e as rodadas de investimento. A mesma coisa

em relação ao investidor-anjo. O investidor-anjo ele não pode ser penalizado pelas leis trabalhistas que existem no país. Tem um determinado risco de entrar como um investidor-anjo, depende da modalidade que seja. Então na prática criam-se contratos de mútuo, conversível para o futuro, ou debêntures conversíveis como no caso de algumas empresas que mesmo como *startup* já nascem comerciais porque já tem uma visão rápida. Então acho que o Brasil está amadurecendo e nos últimos 3 anos que acompanho esse mercado, não mudou nada em relação a legislação infelizmente. Mas mudou muito em relação à experiência, maturidade e a conscientização dos empreendedores e dos investidores que estão aí.

ENTREVISTADOR: Você envolve sua equipe de confiança, seu advogado de confiança, seu contador de confiança, seu *headhunter* de confiança, esses profissionais que você lida, você chama pra participar dessas *startups* ou pra mentoria ou pra resolver problemas pontuais ?

IA1: Sim. Eu indico para essas *startups*, não chamo...porque não estou investindo, estou dando mentoria. Na medida que entro como investidor aí sim temos no grupo de anjos, um grupo de advogados. A gente tem toda assessoria jurídica dos advogados que participam do grupo de anjos. O que faço? Quando estou dando mentoria a um projeto que está numa ideia inicial, já vou orientando que eles de conversar com um escritório de advocacia, com um contador. Faço algumas sugestões, tenho 2, 3 indicados para cada *startup*. São empresas, pessoas de confiança e quem tem um *pricing* apropriado para a *startup* também.

ENTREVISTADOR: Em relação às melhorias do ecossistema, o Brasil está amadurecendo ? Ainda falta iniciativas governamentais? Você ajuda de alguma forma a melhorar ou a promover esse ecossistema? Você participa de alguma associação ?

IA1: Participo de uma associação de grupo de anjos, formalmente estabelecido. Nessa associação sou membro muito ativo, a gente se reúne periodicamente dentro da associação e estamos envolvidos junto com outros órgãos levantando a bandeira de diversos assuntos pra gente melhorar o ecossistema. Esse é um trabalho contínuo.

ENTREVISTADOR: E em relação à educação?

IA1: Nesse grupo de anjos já realizamos um grande evento e temos feito uma série de outras iniciativas periodicamente. Reuniões, fóruns com grupos de empreendedores. Logicamente

temos trabalhado com os empreendedores das investidas, dessas seis empresas investidas, dessa forma estruturada. Temos também estabelecido um grande evento anual pra comunidade de empreendedores que a gente percebe que está se amadurecendo. Ainda percebo uma dificuldade nisso ter eco fora desse ecossistema, a gente precisava levar mais pra cima, chegar mais realmente no Governo, Congresso. É muito cedo ainda porque a gente teve as ultimas eleições há pouco tempo atrás. Mas foram eleitos alguns candidatos que estavam levantando a bandeira do empreendedorismo. Vamos ver se vai ter algum resultado em breve.

ENTREVISTADOR: Qual o risco de investir em conjunto com outros anjos?

IA1: Eu diria que o risco é mínimo. Não vejo risco em investir junto com outros anjos desde que estejam participando do mesmo grupo de anjos. Nós investimos como um bloco, designamos uma pessoa para o conselho, suplente. Nas reuniões que a gente faz a cada seis semanas temos uma revisão de todos os negócios investidos. Comentei que eu mesmo estabeleço dentro do meu *network* um contato direto com cada um dos empreendedores desses negócios.

ENTREVISTADOR: Esses contatos acontecem também sem os empreendedores?

IA1: Sim, a gente se reúne para avaliar novos projetos a cada 6 semanas e para fazer revisão nos projetos já investidos. Existe um outro lado em que junto da rodada de investimento pode entrar outros investidores. A gente tem exemplo de investidor anjo que entrou individualmente e seguiu nossos contratos. Entra junto na mesma rodada, isso porque os empreendedores já tinham uma promessa de investimento para outros conhecidos. Na verdade conduzimos todo processo, não nos opondo a que outro anjo entrasse na mesma rodada, com um contrato a parte feito pra ele. Tivemos caso também de nós acompanhando em outro fundo, de aporte maior. Que também não vimos nenhum outro tipo de risco pela análise que fizemos.

ENTREVISTADOR? O que você pode me dizer em relação ao risco da equipe trazida pelo próprio empreendedor ser fraca ou incompleta?

IA1: Isso é um ponto sensível. Eu divido em duas partes essa equipe. A equipe dos empreendedores, seja 1, 2, 3 ou 4. Mais do que isso pode ser um problema. Eu digo que você

precisa claramente ter identificado quem é o líder. Ou como dizem, faz o papel do CEO. Se você não tem quem faça o papel de CEO de forma espontânea, nata, que você perceba, você pode ter um problema. Daí o risco do investimento pode ser grande. Eu já deixei de investir com um grupo de anjos em alguns negócios em função da gente não conseguir identificar claramente o desempenho desse papel de CEO, ou a condição para desenvolver. Por falta de experiência, de estilo, de comportamento. Essa é a 1ª parte. A 2ª parte, se a equipe for muito fraca, tem que estar no plano de negócios, um plano de adequação e evolução dessa equipe, senão não dá pra investir.

ENTREVISTADOR: E você participa dessas contratações mais estratégicas?

IA1: Não. Na realidade não tive nenhum caso em que investimos tendo que enfrentar uma substituição da equipe. Isso foi um ponto de *no deal* que identificamos que tinha essa característica a equipe. Chegamos à conclusão que na realidade a discordância de opiniões dentro dos empreendedores não era compatível com o eventual crescimento do negócio.

ENTREVISTADOR: E se a equipe for fraca?

IA1: Se ela for fraca, mas tiver condições de ser desenvolvida, daí acho que vale a pena. Isso é... não uso o termo fraco.

ENTREVISTADOR: A literatura fala que time fraco é incompleto.

IA1: Tudo bem, eu diria que a maioria das equipes são juniores. Eu substituiria o fraco por júnior. Isso é muito comum você ter uma equipe júnior, mas em termos comportamentais tem muita garra, muito brilho nos olhos. Daí vale a pena o investimento. O investimento em si, onde a gente vai aportar condições de desenvolvimento dessa equipe. Se estabelece um plano de desenvolvimento onde esses júnior em seis meses viram plenos. E eventualmente você pode buscar um sênior de uma determinada área chave. Por exemplo, você está fazendo um investimento e tem uma alta dependência de um resultado melhor em marketing digital. Se você não buscar um analista sênior em marketing digital, dificilmente você vai conseguir um avanço de tração com a equipe júnior. Você tem que considerar isso no plano de negócios para contratar um peso-pesado e colocar lá para complementar a equipe.

ENTREVISTADOR: Existe previsão de gasto com treinamento para esse pessoal?

IA1: Existe. Nos planos de negócios, onde a gente define e aprova o investimento, a gente incita o empreendedor a pensar em como ele vai desenvolver a equipe.

ENTREVISTADOR: Mas ele pode usar o dinheiro do anjo?

IA1: Pode usar. Na realidade, a primeira coisa que perguntamos quando o empreendedor apresenta: “preciso de tanto de dinheiro por tanto de ações da empresa”. A primeira pergunta que fazemos é “onde você vai usar esse dinheiro ?” Muitas vezes ele não enxerga essa necessidade de treinar a equipe. E na conversa, no entendimento, na negociação a gente vai colocando algumas variáveis até pra ver a reação dele. Se ele acredita que possa evoluir a equipe, se ele quer trocar toda a equipe, quem ele aproveita, quem não aproveita... a gente vai medindo as reações dele até pra ver se isso bate com uma previsão de futuro ou não.

ENTREVISTADOR: Como aprender com os erros dessa equipe?

IA1: Você tem que criar um processo de colaboração. Se não houver colaboração e liderança fica muito difícil. Daí a gente recai na resposta anterior sobre o time de empreendedores. Às vezes você encontra um time de empreendedores orquestrado, uma sinfonia. Outras vezes ficam batendo cabeça.

ENTREVISTADOR: Uma coisa que vi na literatura estrangeira, até talvez seja um traço cultural, porque não tem até um autor falando especificamente disso: existem comentários soltos na internet falando que o brasileiro não aprova o fracasso e os empreendedores de verdade deveriam aprender com os erros. Você comentou que a cada 6 meses se reúnem com os empreendedores pra falar dos empreendimentos. Isso eu posso entender como uma reunião de *feedback*?

IA1: De 3 em 3 meses tem reuniões de conselho onde temos um membro nosso que participa. Daí na sequência ele compartilha com todos investidores anjo. De 6 em 6 meses a gente leva o empreendedor que recebeu o investimento lá pra plenária pra compartilhar a evolução do negócio dele, visões de futuro e obter *feedbacks*.

ENTREVISTADOR: E os erros da equipe são abordados ?

IA1: A gente força para que seja. Mas isso é fato na literatura que você utilizou. Eu compartilho da mesma visão. A gente percebe que o brasileiro não foi aculturado, educado pra lidar com falhas, com erros. Diferentemente do americano. Na verdade nós como investidores-anjos, como nós temos uma visão meio americanizada porque estudamos lá, a gente dá muito valor a essas experiências passadas, não só as de sucesso, mas particularmente as que fracassaram. Isso tem um peso significativo quando apresentam. Curiosamente, não são todos que apresentam essas experiências. Então observando o perfil dos empreendedores, vendo o LinkedIn, ou conversa vai, conversa vem, nas ações de mentoria acaba surgindo. Você pega lá no LinkedIn e tem um vácuo na história dele. Você pergunta o que ele fez 2007 a 2010? E conversa vai, acaba contando de outras experiências que ele teve. A gente dá um *zoom* e tem uma riqueza muito grande de informações lá. Essa questão da visão do brasileiro em relação ao fracasso tem que ser melhor trabalhada.

ENTREVISTADOR: Perfeito, concluímos todas. Muito obrigado. Se você tiver algum comentário, fique à vontade. Ou alguma crítica?

IA1: Quero deixar registrado que pra mim foi gratificante participar. Espero que gere bons resultados nesse trabalho de mestrado. Se houver oportunidade vai ser um prazer acompanhar a apresentação do trabalho na etapa final também. Pra mim foi enriquecedor. Fico a disposição pra poder ajudá-lo nesse tema que tanto me agrada também. Sucesso.

APÊNDICE E – ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 2 (IA2)

Características enquanto anjo:

- 52 anos
- Investidor-anjo há quinze anos
- Empreendedor há 19 anos
- Investe recursos obtidos na sua carreira profissional e enquanto empreendedor.
- Ao menos 10 investimentos enquanto anjo
- Investe em conjunto com outros anjos
- Participa de entidade de anjos há dois anos

ENTREVISTADOR: Para a gente começar, me fale um pouco sobre a sua trajetória profissional até agora se tornar um investidor de fato.

IA2: Bom, eu tenho trinta anos de mercado basicamente financeiro e esses trinta anos basicamente em três grandes instituições financeiras. Então da minha formação, eu sou engenheiro de produção da USP, fiz pós-graduação em Finanças e marketing na GV. Sempre quis entrar no mercado financeiro, o meu sonho sempre foi fazer transações grandes em mercados internacionais, então nesses anos de carreira no mercado financeiro eu passei por três grupos financeiros, primeiro foi o Banco Crefisul que era o banco de investimento mais agressivo na época, onde eu tive oportunidade de começar na área de fusões e aquisições que é uma área onde você pensa de forma estratégica com o dono das empresas.

E depois de trabalhar alguns anos no Crefisul eu fui trabalhar num banco americano chamado *Bankers Trust*, um banco muito agressivo também nessa parte de operações estruturadas, derivativos e também eu consegui uma bolsa do governo japonês onde eu passei seis meses no Japão aí eu pedi para o banco americano também me receber lá por três meses, então eu fiquei três meses no banco japonês em Tóquio, três meses no banco americano e eu queria nesses três meses de uma certa forma encantá-los porque eu queria uma proposta deles para trabalhar no Japão. E aí eu tive sorte, tivemos vários negócios naqueles três meses, eu pude mostrar valor para eles aí fizeram uma proposta para eu ficar lá no Japão então eu fiquei seis anos no Japão pelo banco, eu tive uma carreira muito rápida nesse banco assumindo posições no Japão, na Ásia, mercados emergentes... Com trinta anos eu me tornei o diretor mais novo

desse banco globalmente. Havia mais de vinte mil funcionários então foi uma experiência assim bem interessante, muitos desafios e aí eu voltei ao Brasil em 95 que nós íamos fazer um *joint venture* com o Itaú. Então esse banco americano chamado *Bankers Trust* ia fazer um *joint venture* com o Itaú 50% para cada um e eu voltei para o Japão para ajudar montar o banco que nós chamamos de Itaú *Bankers Trust* que é um banco de investimento com a participação cinquenta de cada lado, mas a gestão seria do banco americano. E aí nós montamos o banco do zero, foi uma experiência muito boa também, montamos a equipe, fizemos vários negócios e aí em três anos o banco americano foi vendido para o *Deutsche Bank* e nesse momento a nossa proposta foi de fechar o banco que já tinha uma presença no Brasil e aí eu fui convidado para assumir a corretora de valores do Itaú. Eu fui presidente da Itaú Corretora isso foi 99. Por dez anos fui responsável pela Itaú Corretora, abrimos as unidades internacionais, Nova Iorque, Londres, Dubai, Hong Kong e Tóquio, fizemos um investimento grande lá e pegamos o boom do mercado de capitais então tinha um *timing* muito bom para navegar aí com o mercado e aí em 2009 eu saí da corretora para assumir outras funções dentro do Itaú e uma delas também era fazer a expansão internacional da área de gestão de recursos e aí eu fiz a mesma coisa: abri as unidades internacionais, captamos muito dinheiro dos investidores estrangeiros e aí em 2013 eu saí do banco e fui me dedicar aos meus negócios. Em relação ao investimento-anjo eu comecei em 96 quando voltei do Japão aí, o primeiro investimento foi montar um restaurante, a ideia era fazer um restaurante inclusive na Paulista de grelhados, onde você pudesse comer todos os dias lá, pode ser carne, frango, salmão, teoricamente em situações difíceis eu não seria afetado porque o ticket era valor do ticket médio da região e aí tinha um sócio que conhecia bem o negócio. Nós ainda temos os restaurantes...

ENTREVISTADOR: Na Paulista ainda?

IA2: É. Então há quase vinte anos. Fica na Galeria 2001 e tem no Top Center também. Nós tínhamos um que era em frente ao Banco Real, era uma casa bonita, dava cerca de quinhentas pessoas por dia...

ENTREVISTADOR: Demoliram a casa?

IA2: Não. Aí venderam para um chinês e o chinês fez aquele shopping e aí embargaram. Mas a casa era bonita. Esse foi meu primeiro investimento, depois em 2000 entrei como co-fundador, investidor-anjo, numa empresa de plataforma de jogos para internet chamada Atrativa. Eu conhecia bem uma pessoa que era um grande conhecedor de jogos, mora em Palo Alto, um brasileiro empreendedor, ele conhecia o pessoal de internet e naquela ocasião conversando com o pessoal de internet e eles falaram que poderia ser um boom de internet os jogos. Eu conheço uma pessoa que conhece muito bem jogos, no final eu coloquei as duas partes, nós conversamos por um bom tempo e abrimos a empresa. Depois essa empresa chegou a ter mais de um milhão de usuários, nós vendemos essa empresa e abrimos nos Estados Unidos uma empresa chamada Play Phone que foi a primeira empresa também de plataforma de jogos via celular nos Estados Unidos. Isso foi em 2002 mais ou menos, aí no final três fundos de VCs investiram na empresa e ano passado a subsidiária de um grupo japonês chamado *Soft Bank*, hoje o maior acionista da *Alibaba* comprou a parte dos VCs. Então hoje essa *Play Phone* faz parte de um grupo grande estratégico e a *Play Phone* já está em vários países, ela faz a plataforma, faz parceria com as operadoras de telefonia e quem desenvolve os jogos coloca dentro dessa plataforma. Então o Brasil também fez com as operadoras daqui, com as operadoras em Singapura, em vários países, então usuários e os dados da operadora têm cerca de oitocentos milhões hoje no mundo. Então essa foi uma experiência boa, ainda somos acionistas da empresa. Depois eu fiz vários outros investimentos como *angel investor*, ao todo acho que foram umas dez empresas e aí eu fiz parte do *Harvard Angels* em dezembro de 2013 e aí que eu achei interessante a forma de investir com tickets bem inferiores ao que eu fazia antes. No começo eu até achava estranho tanto trabalho para investir cinco mil, dez, trinta mil reais, mas no final eu achei que era um modelo muito interessante porque no final eu poderia fazer uma carteira de vinte empresas investindo em cada uma quarenta mil, cinquenta mil reais e com uma troca de experiência profunda. Então antes eu não tinha esse *network* para discutir oportunidades e obviamente que alguns negócios não deram certo, mas mesmo no grupo *Harvard Angels* teve um projeto que eu fui o líder, eu achava superinteressante e aí a hora que eu propus vamos investir duas pessoas que conhecem profundamente o setor falaram: Roberto eu acho que não é bom porque você vai ter risco aqui e ali. No final me convenceram, mas isso mostra claramente que esse conhecimento dos negócios, dos setores, dos membros do *Harvard Angels* realmente contribui muito para as decisões que nós tomamos. E no final também você entra com um ticket menor então o risco é menor também nesse sentido. Então eu achei o modelo interessante apesar de ter várias propostas de investimento anjo, eu estou fazendo quase tudo

via *Harvard Angels*. Eu fiz outro investimento no passado numa empresa também nos Estados Unidos e no final essa empresa Sky Sites hoje foi um investimento também que eu fiz na empresa e aí no final do ano passado eu criei uma nova empresa com capital de investidores e com esse capital nós compramos a Sky Sites. Então essa foi uma operação bem interessante. Então esse é um pouco do meu histórico. Na área financeira passei por várias áreas de negócios, fazendo negócios grandes, muita experiência com investidores, principalmente investidores institucionais, que sempre foi o meu mercado tanto investidores aqui no Brasil, grandes, quanto lá fora desde fundo de pensão, *hedge funds*, fundos soberanos no exterior, então a visão do investidor eu diria que é uma coisa que eu aprendi bastante, então quando eu vejo algum projeto interessante ou alguma oportunidade eu sei como vender isso para os investidores.

ENTREVISTADOR: Excelente. O que é um investimento de sucesso? É frequente?

IA2 – Investimento-anjo? Eu acho que essa é uma boa pergunta. Eu acho que sucesso, em primeiro lugar o retorno tem que ser aquele retorno pelo menos o que você imagina quando você investe. Segundo, não só o retorno financeiro, mas agregou alguma coisa? Sabe... Eu acho que no começo eu não pensava muito nisso, mas para a sociedade, para a economia ir para alguma coisa interessante nesse sentido, sabe? Criou-se alguma marca nova, algum produto novo, alguma facilidade inovadora, então tudo isso aí hoje para mim faz parte do pacote que é o sucesso. Hoje também tem o lado do *network*, cada investimento que você faz, você conhece novas pessoas e obviamente, se o negócio der certo, a relação que você criou também fortalece, você aprende muito com isso. Então eu acho que tudo isso daí faz parte de um pacote. Há vinte anos, atrás talvez a minha visão fosse só financeira, o retorno se der dez vezes o valor investido está ótimo, mas eu acho que a gente vai ficando um pouco mais velho, experiente, a gente começa ver também outras variáveis nesse sentido. Então, por exemplo, desde que eu comecei investir via *Harvard Angels* o que eu estou fazendo que eu acho que é legal também, eu tenho duas filhas de dezesseis e dezoito anos e eu falo muito com elas sobre investimento-anjo, apresento os projetos que eu estou investindo e pergunto se elas querem entrar na minha cota. Então se de repente eu invisto numa empresa cinquenta mil reais eu pergunto se elas querem entrar na minha cota de cinquenta mil reais, por exemplo, com quinhentos reais, com mil reais, o que for, e é uma forma de uma educação financeira para elas com um investimento-anjo e obviamente eu cobro delas uma análise de negócio, pensar

um pouco no valor que essa empresa está trazendo, então eu acho que para elas é um aprendizado; e um outro canal de comunicação, relação pai e filha, que eu acho que é legal. Minha filha está no segundo ano do Insper então muitas coisas que ela está aprendendo lá, muitas conversas, nós já tivemos e com isso começa a haver uma conexão interessante. Até eu falei para ela se durante a aula alguém falar em investimento anjo você pode falar que é investidora-anjo. Então isso é para mim também porque se por acaso o investimento der certo, além de todas as variáveis que eu mencionei, se isso for um aprendizado para as minhas filhas no sentido não financeiro, mas o que elas aprenderam com isso daí e com isso elas também tomarem essa iniciativa mais empreendedora eu acho que isso para mim também é um ponto importante.

ENTREVISTADOR: Muito bom. A literatura aponta que a questão de tempo para um investidor-anjo deve ser algo complicado. Como a sua disponibilidade de tempo pode ajudar ou não ajudar?

IA2: Quando eu estava no mercado financeiro o tempo era uma coisa que você tinha que fazer a gestão das prioridades. Eu acho que um dos motivos pelo quais alguns investimentos não deram certo era porque não tinha tempo mesmo. Não tinha tempo talvez até de dar o *coaching* para o empreendedor, também não tinha nenhuma obrigação nesse sentido, então era simplesmente um investimento capitalista, mas com pouco tempo para você se dedicar nesse sentido. Desde que eu saí do banco aí que obviamente eu estou mais dedicado nessa atividade. Eu faço parte hoje do comitê de seleção dos projetos do *Harvard Angels*, também do conselho do *Harvard Angels*, participei de alguns projetos analisando tudo e obviamente que isso daí faz uma diferença muito grande. Então se você individualmente investe numa empresa, mas você também não tem tempo para se dedicar um pouco dando *coaching* acho que é melhor você entrar com uma turma como nós estamos fazendo no *Harvard Angels* hoje. Têm algumas pessoas que podem se dedicar e que tem interesse em se dedicar, você simplesmente pega carona nesse sentido. E óbvio que para o empreendedor, que na maioria das vezes tem menos experiência profissional e de vida talvez do que os investidores-anjos, mas até em função da diferença de idade é muito importante ter *coaching* e *mentoring* dos investidores então quanto mais o investidor conseguir dedicar um pouco do seu tempo dando um pouco de *mentoring* e *coaching* a probabilidade de o negócio dar certo aumenta.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora, em termos geográficos faz diferença se a empresa está próxima do seu centro de atividade ou se é distante?

IA2: Não. Tanto é que essa empresa que eu investi a Atrativa, a Play Phone... A Atrativa, por exemplo, o sócio CEO ficava em Palo Alto e a empresa tinha operações no Brasil. Então ele fazia a gestão da empresa lá dos Estados Unidos. A empresa depois que nós abrimos, a Play Phone, você pode até pesquisar depois está em vários países, a matriz fica em Palo Alto e assim mesmo a gente consegue acompanhar os investidores que entraram. Distância... Você pode estar do lado da pessoa, mas vocês estão longe. E como eu já trabalhei do outro lado do mundo no Japão e a matriz era em Nova Iorque eu sei muito bem como lidar com essa questão de distância. E mesmo o Itaú abrindo várias unidades internacionais eu tinha gestores em lugares espalhados e você tinha que de alguma forma mostrar que estava muito próximo mesmo que a distância fosse grande. Tinha equipes em Tóquio, Hong Kong, Dubai e tinha que mostrar para eles que a distância não é um empecilho.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Agora em relação à proposta de um negócio novo, imagino que o empreendedor apresenta uma ideia de negócio e muitas vezes o investidor não tem uma ideia pré-concebida ou conhece alguma coisa a respeito daquele investimento. Então qual é a sua expectativa quando você recebe um investidor, qual é sua expectativa em relação aos dados que ele apresenta? Como é a sua leitura em termos de risco? Lembre que a gente está falando de dimensões, expectativas e potenciais em termos de risco. Ele apresenta uma ideia e eu tenho que fazer uma análise para tomar uma decisão de investir ou não.

IA2: Eu acho que uma coisa que é muito importante é obviamente quem é o empreendedor. Então, o empreendedor faz uma enorme diferença e precisamos ver se ele tem o conhecimento do setor, se a ideia desse empreendedor é uma ideia inovadora que vai fazer realmente diferença e que possa fechar um *gap* que existe hoje no mercado. E o segundo ponto é qual o tamanho desse mercado? Então nós estamos falando de um mercado que pode ser um mercado muito grande, em que você tendo um percentual pequeno já é interessante ou é um mercado pequeno em que você vai querer ser muito grande? Então obviamente que eu prefiro a primeira alternativa que o potencial de mercado é muito grande e que mesmo tendo uma participação não tão grande você pode ser bem lucrativo, então esse é um ponto que é

relevante. Um terceiro ponto é qual é o diferencial competitivo que esse empreendedor vai trazer. É produto? É a tecnologia? É o primeiro a entrar no mercado? É a gestão? Tem que ter um diferencial que crie barreiras. E falando em criar barreiras que é o quarto ponto: qual o risco de novos concorrentes? Então eu acho que essa combinação primeiro quem é o empreendedor, segundo qual o tamanho do mercado potencial, terceiro o diferencial competitivo que esse empreendedor está trazendo e o quarto, quais são as barreiras de entrada para os concorrentes. Então essas quatro variáveis para mim são muito importantes. E hoje eu acho que também nós gostamos de analisar negócios... O produto já está pronto, então, que já tenha algum cliente, mesmo que o volume seja muito pequeno, que você possa checar com o cliente o que ele está achando do produto porque uma coisa que é no papel, principalmente quando envolve muita tecnologia eu acho que fica um pouco complicado você investir sabe. Então, eu acho que o fato de (a *startup*) ser pequena, mas que já tenha o produto pronto, os clientes já estão usando eu acho que é uma coisa muito importante também na hora de tomar decisão.

ENTREVISTADOR: Você falou a respeito de questões de barreiras de entrada, então eu vou aproveitar para avançar um pouco aqui. Qual é o seu interesse em tecnologia “disruptiva”? Uma coisa totalmente inovadora.

IA2: O que seria hoje uma tecnologia “disruptiva”?

ENTREVISTADOR: Quando lançaram, por exemplo, a *Amazon*, que era um modelo de negócio baseado não em geração de lucro, mas sim em geração de receita ainda que ele fosse crescer, houve críticas dizendo que esse negócio não poderia se sustentar, mas mesmo assim o empreendedor continuou, investiu e conseguiu trazer investidores para o negócio dele e hoje em dia é o tamanho que é, o sucesso que é, ainda que não seja ou não fosse um sucesso do ponto de vista de métricas mais tradicionais. Ou então, quero levar alguém para Marte, ou quero sintetizar a água a partir do ar, essas coisas que eu não estou replicando ou melhorando coisas que já existem. É nesse sentido.

IA2: Eu acho extremamente interessante, mas para isso tem que... Voltando àqueles quatro pontos, tem que fazer uma análise então não adianta falar sobre alguma coisa de... Vou levar

para Marte. Mas quem é o seu empreendedor que trouxe essa ideia? Nunca teve nenhuma experiência tecnológica de satélite, nada, aí começa ficar um pouco complicado. Então, eu acho que o empreendedor tem que ter esse conhecimento de que existe um *gap* gigantesco que ninguém preencheu ainda porque ninguém sabe que pode ter um produto aí e que de repente para ele isso aqui é uma coisa que é o sonho da vida dele, sabe? Então eu acho que eu investi em vários negócios que eram tecnologias novas. Em algumas eu apanhei como os outros investidores, outras estamos aí ainda... Esse de plataforma de jogos foi pioneiro, inclusive nos Estados Unidos que é a coisa mais absurda. Primeira vez que começou ter plataforma de jogos em celular em 2002: como você vai vender isso daqui? Você vai na loja compra um CD, você bota o CD, você vê as instruções todas e aí você bota *ringtone* ou o jogo no celular. É uma coisa meio estranha o CD, mas a um dólar cada um então é um milhão de dólares que temos que investir. Isso não deu certo, mas depois a gente encontrou outra forma de venda que foi... você compra na loja depois sai o recibo e tem um *pin code* aí você liga para o número, digita *pin code* e aí você faz um download do jogo e do *ringtone*. Só que na época não tinha modelo assim, sabe? Então a gente gastou um milhão de dólares... No começo eu achei estranho o CD, mas tudo bem, se esse é o mercado americano... Mas aí a gente viu que no mercado começaram esses cartões pré-pagos para você baixar jogos também. E outros produtos que também a gente viu, que eu investi aqui no Brasil e aí não deu certo, mas também eu acho que tem o próprio lado do empreendedor de ele se perder em alguns momentos. Então o empreendedor ele tem que saber exatamente onde ele é muito bom e onde ele não é bom e nesse lado ele tem que trazer pessoas que vão complementá-lo. Muitas vezes o empreendedor não sabe então por isso que voltando atrás o fato de você ser um acionista, de você ter uma visão empresarial, uma experiência de liderança, se você perceber que aquele empreendedor tem algumas competências fundamentais para o negócio, mas obviamente ele é fraco em outras questões, você tem que trazer pessoas fortes nessas outras questões.

ENTREVISTADOR: E você se envolve na seleção dessas pessoas?

IA2: Depende muito... Antes não, porque antes o meu dia-a-dia era o mercado financeiro e eu tinha meus desafios de montar toda a liderança da corretora, as áreas que eu atuava então eu como gestor líder de negócio eu me envolvia 100% nisso. Como investidor puramente anjo não, eu não tive esse envolvimento no passado porque até o tempo não permitia. Eu diria que agora mais recentemente em alguns negócios que eu estou envolvido até eu faço muita essa

discussão que em teve um negócio que eu sugeri o empreendedor fazer aquelas avaliações de perfis do próprio empreendedor e dos candidatos também finalistas para ver se existe uma complementaridade. Uma das coisas mais fáceis para você como empreendedor contratar são as pessoas com a mesma cara, aquela pessoa que aceita até mesmo perante você então você está super confortável. É chapa, amigo, sai final de semana junto, porque é uma pessoa que você se dá bem, dá empatia. Essa é a contratação fácil, não necessariamente a melhor que tem. Muitas vezes você contratar pessoas diferentes de você que tenham opiniões diferentes... não necessariamente vai ser seu amigo, mas pode se formar de repente um melhor time. Então nessas horas tendo uma pessoa de fora ajudando e orientando eu acho que pode facilitar essas contratações de pessoas que podem fechar o seu *gap*.

ENTREVISTADOR: E se um empreendedor tem uma ideia boa, mas tem uma personalidade muito difícil? Então o negócio é bom... Eu tenho um conflito aí, não é? O lado financeiro e de negócio me diz sim, mas o lado de instinto talvez me diz não.

IA2: O empreendedor que não tem a personalidade difícil também não é fácil. Eu acho que aquele que se dá bem com todo mundo talvez não seja um grande vencedor em algum segmento em que quer ser o melhor. Então eu acho que essa gestão da personalidade do empreendedor... e para isso vai ter que ver até que ponto para aquele negócio, para aquela atividade essa personalidade é uma personalidade que pode ser boa. Então se você estiver num segmento de *investment banking*, por exemplo, eles são uns tubarões lá. Quer dizer, as pessoas tem personalidades do lado extremamente competitivo, então se você for uma pessoa *too nice* você não vai dar certo. Por outro lado num outro segmento essa personalidade também pode ser muito favorável, então eu acho que depende muito do tipo de negócio que você está atuando e aonde é que essa personalidade... Por isso que eu acho que a personalidade é muito complicada... Eu acho que tudo é relativo. Onde é complicado? Se a pessoa for uma pessoa extremamente arrogante... Temos aí um exemplo clássico no nosso Governo, mas eu acho que se sabe ouvir então dá para você com um *coaching* ou *mentoring* conseguir influenciar a pessoa para que a pessoa possa escutar. Então eu acho que a questão de personalidade eu diria que é *case by case*. Eu não diria que uma personalidade forte, difícil está fora. Você acha que o Steve Jobs era uma personalidade fácil?

ENTREVISTADOR: Veio a imagem dele à minha cabeça.

IA2: Difícil, porque ele é perfeccionista, quando ele quer alguém ele vai lá, quando ele contratou o pessoal da Pepsico também. Facebook, Apple... A Apple, depois que ele voltou o pessoal já o conhecia. Se tivesse investido depois que ele voltou, teriam ganhado fortunas. Então eu acho que depende muito.

ENTREVISTADOR: Agora vamos falar mais um pouquinho a respeito do empreendedor. A teoria aponta o seguinte: se o negócio fosse tão bom a ponto de ser um sucesso absoluto eu não procuraria investidores, eu procuraria financiamento através de dívida, depois pagaria a dívida e ficaria com todo o excedente. Quando alguém o procura oferecendo sociedade num negócio, ou é porque o negócio não é tão bom assim, ou é porque tem alguma deficiência. Isso é apontado como questão de assimetria de informação por conta do investidor. O empreendedor tem elementos que ele não divulga para o investidor. Esse fenômeno acontece no investimento-anjo? Você acha que existe alguma carta na manga do empreendedor que ele não revela?

IA2: Aí têm duas partes, a primeira você falou sobre dívidas e ações que esse é um ponto muito importante porque se o setor do empreendedor não for o setor que você tenha condições de fazer captação de dívida a um custo muito baixo ou se for de repente uma região onde o BNDES quer incentivar a dívida de longo prazo a um custo baixo; se for nessa linha a dívida sem dúvida nenhuma é uma alternativa que você tem que considerar se você for um empreendedor. Se, por acaso, o negócio for um negócio muito arriscado que a geração de fluxo de caixa não é tão certa assim, imaginando que não seja nenhuma região que tenha incentivos de desenvolvimento, não vai sair um financiamento barato. Então tudo relacionado a financiamento é assim se você buscar *equity*, dá diluição para todo mundo. Agora se você buscar a dívida e esse essa dívida for cara talvez não seja boa também ainda mais no Brasil que os juros são altos. Então, no Brasil você pegar a dívida bancária e fazer um negócio é muito caro. Eu acho que é melhor pegar recursos de investidores, mas se você conseguir dívida do BNDES, prazo longo com carência e taxas melhores eu acho que isso você tem que aproveitar.

ENTREVISTADOR: Isso vai mudar?

IA2: Não. Eu acho que depende do setor. Nesse meu negócio aqui a gente precisa captar cento e oitenta milhões de solares nos próximos cinco anos. Uma grande dúvida em relação a como fazer esse balanceamento. No começo estamos captando em ações e a gente tem um negócio que pode ser aprovado pelo BNDES, pelo Banco do Nordeste do Brasil a taxas bem atrativas sabe. Pode não ser aquelas taxas que eles faziam a um tempo atrás porque eles estão mudando agora principalmente o BNDES para as grandes empresas, as incorporadoras, os grandes projetos, eles vão restringir empréstimos. Para as pequenas empresas que vão ter um projeto bom e vão desenvolver alguma área importante que não está relacionada à infraestrutura, mas são empresas menores, eles vão continuar emprestando. Isso é importante. Então para a gente, por exemplo, nesse projeto que nós estamos tocando agora o BNDES é uma alternativa muito importante sabe por que se eu fizer tudo em *equity* vai ter diluição para todo mundo e eu não preciso ter essa diluição. Mas hoje é o momento para captar BNDES? Não. Tem condição de trabalhar para captar no ano que vem e esse ano eu preciso captar em *equity*. Aí é uma questão muito estratégica. No caso de *investidor-anjo*... porque o negócio que eu estou montando aqui não é uma coisa muito de *startup* assim, mas de *investidor-anjo* eu acho que na maioria das vezes o empreendedor não tem muito essa experiência. Então se tiver investidores que tem essa experiência de mercado financeiro, eu acho que pode contribuir muito para essa estratégia de captação sabe. Então uma das grandes dúvidas principalmente do investidor-anjo é que muitas vezes o *business plan* é um *business plan* em que fica muito incerto ainda quanto de captação essa empresa precisa ter nos próximos cinco anos até porque ainda é uma empresa muito na fase de *startup*, então o que pode acontecer no final do ano pode ser totalmente diferente do que você tinha planejado no papel. Imagina daqui a cinco anos. Então o que você tem sempre dificuldade está bom qual a necessidade de capital dessa empresa para os próximos anos até entrar no *break even*. Mesmo entrando no *break even* de repente tem necessidade de captar mais para poder crescer de uma forma mais rápida. Você pode até captar para fazer aquisições também. Então depende muito de qual seu objetivo final, o que você quer fazer com sua empresa.? Você quer fazer uma empresa que vai valer tanto ou você quer fazer uma empresa que vai consolidar as empresas do mercado? Você vai ser comprador? Então tudo isso vai depender de quanto de capital você vai precisar. No investimento anjo é muito difícil ainda você fazer essa estimativa então quando você fala em “carta nas mangas”, na verdade eu acho que o empreendedor não sabe também. Ainda mais se for um mercado novo é muito difícil ele ter uma ideia de para onde vai crescer esse negócio

sabe. As redes sociais... Marcas... Quem achava que o Facebook ia ser tão grande quanto... Qual o tamanho da empresa nesse sentido? Eu acho que ele não tinha ideia também. A Amazon ficou muitos anos uma empresa que precisava de capital, mas acho que no começo ele não tinha ideia de quanto de capital ele precisava ter. E aí depende também qual o custo desse capital. Não somente a taxa, mas qual o prazo, a carência... Se você pegar BNDES, trinta anos, três anos de carência, taxa subsidiada essa é uma alternativa que se você tem um negócio onde a geração de fluxo de caixa é uma relação relativamente fácil de você estimar, a dívida é uma alternativa interessante. Agora pegar dinheiro de banco sem ter garantias que você vai reduzir o custo financeiro aí eu acho que fica muito caro.

ENTREVISTADOR: Em relação a um assunto específico que você tocou que foi a questão do *business plan* o que você solicita, o que você gostaria de ver numa *business plan* para tomar a decisão de investir?

IA2: Acho que aqueles quatro pontos que eu mencionei. De cara, é o empreendedor e a equipe. Tem que ver porque muitas vezes essa é a principal variável; então o que esse investidor traz de diferente, qual é a experiência dele, a equipe também, como eles estão alinhados em termos percentuais da empresa? não adianta a empresa ter 100% e a equipe não ter nenhuma participação. Quer dizer, só um então está alinhado. Um segundo ponto que em *business plan* é muito importante é qual o tamanho desse mercado... Não. Qual a necessidade que ele viu? Muitas vezes não é nem necessidade, mas qual oportunidade que ele viu de lançar alguma coisa nova? A hora que você identificou isso é bom. Qual o tamanho potencial disso daqui? Para ele crescer se ele tiver um *market share* de 10% vai virar uma coisa muito grande ou ele tem que ter 60% para ser do mesmo tamanho? Aí o tamanho do mercado é muito importante. É o que eu falo, eu prefiro ter 1% das ações da Apple do que 100% de uma padaria. Então o tamanho do mercado é relevante. E aí depois vem a questão desses diferenciais competitivos que ele cria e se isso daí gera uma barreira de entrada para os concorrentes ou não. Então, se já existem concorrentes porque você vai fazer uma coisa diferente? Ou se não existe concorrente, é um novo mercado, quais são seus diferenciais competitivos que você vai criar que vão dificultar muito a entrada de concorrentes?

ENTREVISTADOR: Em termos de comprometimento do empreendedor, importa para você saber o quanto ele está colocando de patrimônio pessoal?

IA2: Totalmente. Eu acho que o empreendedor primeiro não pode ser *side business*. Nós vimos outra vez duas pessoas mostrando um projeto, dois advogados inclusive, um está trabalhando e o outro não está. Então se são sócios os dois têm que estar *full time* no negócio. A segunda questão é o quanto isso representa para a pessoa então você tem que ver o brilho nos olhos da pessoa, se a pessoa realmente é com isso que eu vou, esse daqui é o meu sonho, eu quero. Tem que ter essa vontade. É que nem eu falo sempre tem que querer “morder a mesa”! É “faca na boca”! Então tem que ter essa vontade porque no final é um mercado que depende muito de você, da entrega, *delivery*. Você tem que ter gente com vontade sabe. Se não tiver essa vontade, se tiver carro importado, laptop tudo com novos modelos, família muito rica, tudo bem, onde vou tirar minhas férias, vou viajar... Se fechar também não tem problema nenhum porque eu tenho dinheiro...

ENTREVISTADOR: Quer dizer, isso em relação ao dinheiro próprio. Existe o risco do empreendedor ter essa vida com o dinheiro do investidor-anjo?

IA2: Pode ter. Esse é um ponto... Eu já tive uma experiência assim que a pessoa que trouxe o projeto era um negócio de vinhos que era mais interessante porque a ideia para você popularizar vinhos... Tomar uma taça de vinho sai vinte e cinco reais. É muito caro. E o que aconteceu nos Estados Unidos e na Austrália é que eles têm muito *bag in box* ao invés de ser garrafa de vinho. Então um *bag in box* de três litros você vende para restaurante é fácil de você manusear, você enche não entra ar então o *bag in box* vai durar três semanas. Enquanto uma garrafa depois que você abriu vai tirar o ar de dentro e tal. E é muito mais barato que uma garrafa. Então você consegue vender o seu custo por taça num restaurante pode ser um real e você consegue vender por dez ou onze reais uma taça. Aí você consegue popularizar vinho. Então veio com esse projeto, ele tinha uma parceria com a *Constellation* que era a maior empresa do mundo de vinhos e Austrália e Estados Unidos vendem já *bag in box*. Óbvio que não é tão bonito quanto você tirar uma rolha do vinho, mas como você pede uma taça eles já trazem uma taça então você não sabe se está no *bag in box* ou não. Então esse australiano fez esse projeto assim para trazer esse *bag in box* aí eu entrei por causa disso. Mas

aí entraram vários investidores que gostam de vinhos, mas não tem experiência em investimento anjo então nós criamos até um nome chamado *Wine Society* que virou uma sociedade de vinhos. Na inauguração do ponto, ele ia abrir um restaurante, um investimento maravilhoso, um restaurante lá em Moema tinha parreiras com oitenta anos de idade num jardim atrás. Eu nem sabia que iam abrir um restaurante, quer dizer, já desviaram do foco e ele tinha um salário muito alto, tinha mordomias, carros, aí contratava funcionários amigos australianos que ficam mais bebendo do que... No final dos oito investidores que a gente se encontrava trimestralmente, a gente tirou o empreendedor porque ele simplesmente estava fazendo a festa. Tiramos o empreendedor, colocamos um profissional, demitimos outros funcionários então foi... Então isso pode acontecer também.

ENTREVISTADOR: E isso aconteceu já durante o investimento? Se foi percebido algum sinal suspeito no empreendedor você busca informações mais a fundo?

IA2: Sem dúvida.

ENTREVISTADOR: O *term sheet* traz mecanismos específicos? Olha, eu quero saber informações de comportamento...

IA2: Não. Eu acho que uma coisa também são as referências sabe. É uma forma importante você pegar referências.

ENTREVISTADOR: Mas um compromisso mesmo no *term sheet*: você não vai ficar usando o dinheiro do investidor-anjo para ficar viajando para cima e para baixo se não tiver nada a ver com o negócio. Têm limitações assim ou não?

IA2: Então o que nós fazemos a gente entra através de mútuo. Nós colocamos vários vetos no contrato então a gente discute com a pessoa para ver questões de despesa, investimento, desinvestimento, então a pessoa tem que reportar para a gente se estiver muito fora do que foi proposto. Então hoje para reduzir os riscos ao invés de a gente entrar com ações a gente entra com mútuo e ao invés de entrar com 100%... Tá bom, nós nos comprometemos com

quinhentos mil reais, então a gente coloca duzentos mil e metas. Da forma como colocou no *business plan* se você atingir essas metas em seis meses ou doze meses aí nós colocamos o saldo. Mas se você não atingir, nós não temos obrigatoriedade de colocar o saldo. Isso é uma forma de a gente diminuir o risco tanto mútuo quanto o fato de você colocar em duas fases.

ENTREVISTADOR: O empreendedor por si só é um bom administrador? Ou seja, estamos falando da competência administrativa do fundador.

IA2: Na maioria das vezes eu acho que não. É até mais fácil você encontrar um administrador, um diretor financeiro administrativo do que um empreendedor que tem um diferencial. Esse daqui é o melhor para fazer o que ele quer fazer. Por exemplo, você acha que o Steve Jobs é um grande administrador? Talvez não. Ele é um perfeccionista nos produtos, em criar produtos inovadores, mas de fazer administração da empresa... Uma coisa que eu aprendi num curso que eu fiz lá fora sobre liderança foi inclusive em *Harvard* que se bota no gráfico assim: liderança e *management*. Qual é você e sua empresa, presidente, vice-presidente ou até você onde você estiver dentro desse gráfico aqui? Então muitas vezes você vai encontrar pessoas que a liderança é lá em cima como o Steve Jobs, como o Magazine Luiza e assim vai, mas vai ter que ter *gap* no *management*. Você vai ter que ter alguém que no *management* seja *top* mesmo que não tenha perfil de liderança, então essa combinação muitas vezes é importante para. Sabe um faz o gol lá e o outro fica lá segurando para a bola não entrar.

ENTREVISTADOR: O empreendedor pode não nascer sabendo, mas pode melhorar a sua performance. Existem previsões de incentivo nesse sentido?

IA2: Eu acho que o modelo de *stock options* sempre muito bom então se você conseguir criar... Por exemplo, o negócio que nós montamos aqui eu tenho ações restritas para os diretores e nessa outra rodada de investimento eu vou querer abrir mais um pouco para dar aos diretores e óbvio com prazos longos então eu acho que isso é muito importante. Agora quando você fala das competências isso daqui é uma coisa que não está bem nas suas perguntas, mas que pode se desenvolver. Eu acho assim no que esse empreendedor é o melhor? No que ele se destaca? Ele tem que focar aí. Não vá focar onde ele é fraco e tentar

fechar esse *gap*; ele não vai fechar esse *gap*. Ele vai perder o foco onde ele acha que é melhor e aí vamos encontrar alguém para fechar esse *gap*.

ENTREVISTADOR: E isso é válido também para o *investidor-anjo*? Eu posso pegar um grupo de anjos e cada um coloca lá dez mil, cinquenta mil reais, mas eventualmente não tem todos o mesmo perfil. O ponto de contato é que cada um tem disponibilidade financeira voltada a investir naquele negócio. Essa diferença de conhecimento entre os investidores também pode trazer algum tipo de risco para o investimento?

IA2: Risco? Não. Eu acho que é melhor. Porque eu gostei do *Harvard Angels*? Na primeira reunião quando eu vi lá cota mínima cinco mil reais e o máximo que você pode ter são dez cotas. Nossa tanto trabalho para investir cinco mil reais? Eu fiquei assim na época como *investidor-anjo*. Ganhamos dez vezes depois de sete anos. Quer dizer, de cinco mil vai para cinquenta mil reais. Em sete anos. Mas aí você pode fazer um portfólio maior e o fato de eu ter gostado de um projeto que eu estava liderando, mais duas pessoas conhecedoras do setor falarem assim: Roberto eu acho que não vale à pena... Assim como se tem um projeto que eu conheça profundamente as outras pessoas vão querer ouvir minha opinião também. Então essa complementaridade do grupo se for muito organizado para o que nós temos é muito interessante e isso é legal que você consegue colocar um preço inclusive. Você é empreendedor, você está procurando trezentos mil reais, se eu falar assim: Eu vou investir na pessoa física trezentos mil ou o grupo *Harvard Angels* vai colocar trezentos mil você vai dar desconto maior para o *Harvard Angels*. Porque o argumento lá vai ser o seguinte: Nós tínhamos oitenta pessoas, o seu negócio depende muito de marketing digital. Têm dois aqui que são experts, se você quiser trocar opinião é só você ligar para eles. Então do grupo de investidores-anjos que eu já investi negócios em grupos só que não era um grupo organizado vai por isso que eu estou gostando desse modelo do *Harvard Angels* porque é mais organizado. Então você tem perfis diferentes das pessoas, empresários, executivos, pessoas de sucessos, setores diferentes e isso daí agrega muito tanto para o investidor ao tomar decisão. Agora eu fico mais confortável em investir até em empresas onde ele não vai analisar, vai ser um outro grupo que vai analisar. Porque quando você traz um projeto na *Harvard Angels* gente olha e depois discute. Quem gostou do projeto? Eu gostei. Quem quer liderar esse projeto para negociar com o empreendedor? Eu posso liderar sim. Quem mais quer fazer parte do grupo? Umas quatro ou cinco pessoas. Então esse grupo vai conversar com o

empreendedor por um mês ou dois meses para fechar tudo, detalhes, contrato, negociação de preço e aí volta para o grupo todo que tem umas oitenta pessoas e fala assim: O negócio é bom. O negócio é bom por causa disso, disso e disso. Fechamos as condições e o investimento vai ser esse. Quem quer investir? Então tem gente que nem participou do processo, mas sabem quem analisou, alguém que conhece o setor e pode tomar decisão. Tá bom eu vou investir vinte mil reais. Nem conheci direito o empreendedor, mas vi lá que vocês fizeram um estudo então eu me sinto confortável. Por isso que o Julio falou antes que ele era mais conservador então ele queria se envolver em todas as análises para conhecer profundamente antes de tomar decisão. Ele fala que agora se sente mais confortável em investir mesmo não fazendo parte do grupo. Então essa diversificação, a diversidade do grupo de investidores é boa para os investidores como para o empreendedor que pode aproveitar o conhecimento desde que seja uma estrutura organizada. Que nem eu falei que já investi em negócios que não estavam com estrutura organizada. Aquele de Vinho: vinte pessoas entraram porque gostam de vinho, mas não tinha uma estrutura organizada então eram seis pessoas que se encontravam mais frequentemente para discutir.

ENTREVISTADOR: Mas você gosta de vinho?

IA2: Gosto muito.

ENTREVISTADOR: Então você investe em determinados setores se gostar do mercado ou do produto, ou se for um *hobby*?

IA2: Sim. Porque no final o fato de você conhecer o *hobby* você já conhece um pouco mais. Teve um assunto lá que era de biotecnologia. Eu não sabia, não tinha nem ideia sabe, então ele estava procurando alguém do grupo que conhecesse profundamente biotecnologia porque não tem ideia assim do que esses médicos, doutores estão falando de um produto novo, se era uma coisa que podia ser interessante ou não. Então quando é algum setor que você conhece aí obviamente fica mais fácil.

ENTREVISTADOR: Você chega a conversar com consultores antes de investir? Eu entendi que você e muitos do grupo acabam se apoiando muito na impressão do próprio grupo para formar uma opinião. Alguém avaliou e convenceu ou não convenceu os demais. Fora isso tem uma rede externa?

IA2: Eu vou dar um exemplo. Na última reunião uma pessoa foi lá e falou da empresa e falou que tinha alguns clientes importantes, mencionou esses clientes e de um desses clientes eu conheço o CEO e nós já investimos em *startup* juntos então enquanto ele estava falando, ele estava mandando um e-mail para o CEO dessa empresa que é cliente deles e disseram: Eu estou aqui com o fulano de tal empresa e ele falou que vocês gostam do produto dele. Você poderia me dar uma opinião? Depois eu perguntei para o empreendedor: Com quem você fala lá? Eu falo com o vice-presidente. Logo em seguida ele mandou o *feedback* dizendo: Nós gostamos dele porque é um produto diferenciado, a gente está gostando, o meu vice-presidente sempre elogia bastante ele. Até porque a impressão geral que teve na apresentação foi que esse empreendedor estava enrolando demais. Só que o cliente gostou. Então quando eu peguei esse *feedback* via e-mail eu logo mandei para o grupo que se formou. Eu falei assim: Tenho o *feedback* de um dos clientes dele que botou lá na tela e o *feedback* é muito positivo. Então por isso que eu falo assim o fato de ter cliente é importante porque você vai lá e pergunta na lata para o cliente. Nada como ouvir a voz, a sabedoria do cliente. Aí que você vai ouvir se tem o diferencial competitivo que eu falei que faz diferente.

ENTREVISTADOR: Há razão e emoção na escolha de uma *startup*?

IA2: Existe. Eu acho que é a combinação das duas. A emoção vem dependendo de como o empreendedor coloca o seu sonho na mesa porque no final das contas ele está vendendo o sonho da vida dele. Então se ele vender com paixão e mostrar: eu vou atrás porque isso daqui é interessante...

ENTREVISTADOR: Mas e o seu sonho? Nossa eu gostaria que isso realmente mudasse! Ou eu gosto, eu tenho esse *hobby*, eu tenho uma paixão, uma afinidade com esse produto e vou investir.

IA2: Tem um negócio que nós estamos vendo fora do grupo Harvard Angels, mas com três membros do grupo que é uma coisa assim além do ponto de vista financeiro tem um lado ambiental e social muito relevante que está relacionado à água, à poluição da água, então no final existe uma necessidade muito grande porque era uma água muito poluída que não dava para aproveitar, o Governo faz um investimento astronômico, mas não tem resultado e nós estamos vendendo um produto que pode aproveitar essa água aí poluída e além do lado financeiro... porque a gente não desenhou ainda onde a gente vai ganhar, mas tem um lado do meio-ambiente, social, econômico que é bem interessante, sabe?

ENTREVISTADOR: E esse investimento ele está de alguma forma já vinculado a você? Tem algum papel, algum entendimento?

IA2: Eu almocei com outros investidores-anjos vão abrir uma empresa, vai ser uma parceria internacional que vai trazer esse *know-how* então no final a gente vai começar do zero aqui, a gente vai ser investidor da empresa, vai colocar dinheiro aí é óbvio que o ticket de investimento é maior que o ticket que a gente faz na *Harvard Angels*, mas nós não temos quem vai ser o CEO ainda. Porque eu já falei legal, mas a gente vai ter que definir quem é o CEO do negócio porque eu não vou ser, nem você e nem você. E para esse CEO a gente vai ter que dar um percentual para ele. Vai ter que contratar um cara bom e um cara bom tem que ter um percentual senão não vem.

ENTREVISTADOR: E esses ganhos não propriamente financeiros, mas sociais ou ambientais: eles são ou serão abordados? Eu estou falando questão de linguagem propriamente. Imagine que eu pegue alguém que tenha uma missão: tratar da água de São Paulo. É uma missão muito nobre, mas não é um negócio que vai gerar necessariamente rios de dinheiro. O *term sheet* eventualmente traria esse compromisso? O seu objetivo é essa missão mais nobre ou não?

IA2: Eu acho que não.

ENTREVISTADOR: São questões para a gente pensar porque a literatura aponta o seguinte: Faça um contrato com uma linguagem muito simples, objetiva e franca e não se valha de

modelos complexos porque na verdade você está tentando atingir algo que não é o padrão financeiro.

IA2: Eu acho assim que com o *investidor-anjo* o outro lado é o empresário que está com o negócio ainda... Muitas vezes é ele... Teve um lance que foi o líder do projeto ele e o irmão ralando. Nós investimos, então não dá para perder muito o foco do que eles estão fazendo. Então se a gente gostou do negócio dele e o foco é aquele lá obviamente que tem as questões éticas e muita coisa nesse sentido, mas se botar muita complexidade nas negociações não tem uma estrutura jurídica para poder atender também. Então agora que nós temos contratos definidos tentar fazer o mais padronizado possível então tanto o contrato de *term sheet* quanto o contrato de mútuo: empreendedor esse é o nosso padrão. Tem que aceitar esse contrato porque se você não aceitar muitas das coisas que tem aqui a gente vai perder tempo e o tempo para você é muito importante. Porque o empreendedor *startup* cada dia tem que matar um leão lá então... Porque se a gente começar fazer muito *case by case* aí ficar aquela negociação interminável. Então o que nós definimos, inclusive, e nós gastamos um tempo enorme discutindo quais são os itens que nós queremos que sejam padrões em todos os contratos e quais são aqueles que podemos ter flexibilidade. Quando a gente mandar para todos os investidores da *Harvard Angels*, vamos falar: Esse contrato é igualzinho o modelo padrão, a única coisa que mudou foi esse este item. O pessoal não tem que ler quarenta páginas de documentos também. Eu acho que nessa estrutura de *startup* você complicar muito é um tiro no pé para o empreendedor e para o investidor.

ENTREVISTADOR: Agora em relação à saída do investimento, a literatura coloca o *investidor-anjo* no começo logo depois da família e dos amigos como fornecedores de um primeiro capital mais elementar mesmo, mas até determinado ponto. Ou seja, o *investidor-anjo* normalmente não quer ficar eternamente com aquele negócio. Isso procede? Você enxerga os seus investimentos dessa forma também?

IA2: Eu acho que todo mundo que pensou em entrar e em três anos ganhar um rio de dinheiro, esse não é o mercado. Eu acho que cada investimento anjo você tem que pensar que pode levar sete anos, dez anos. Então se você penas em ganhar muito dinheiro em três anos eu acho que o de dez talvez numa operação pode acontecer, mas...

ENTREVISTADOR: Mas isso é um fator para você? Olha daqui dez anos eu quero sair desse negócio...

IA2: Eu acho que sete anos. Eu acho que a questão não é nem Brasil né são ações variáveis e econômicas que prejudicam saídas. As dificuldades políticas e econômicas do Brasil dificultam as saídas porque o mercado pode ficar fechado por um tempo. Então se nós tivéssemos um mercado muito mais estável tudo bem seria mais fácil você estimar uma saída com um prazo mais curto, mas mesmo assim não dá para ter um retorno tão rápido assim. Eu acho que as pessoas muitas vezes confundem algum caso de grande sucesso lá fora e o tempo que de repente o investidor entrou e saiu. Nem sempre é possível isso. Tinha outra coisa não é bem a pergunta anterior, mas eu acho que é importante: o *investidor-anjo* muitas vezes dependendo da experiência do investidor ele vai querer ver controles, relatórios o que ele vê no dia a dia aí como profissional de uma grande empresa e esse é um grande risco porque ele tem que saber dividir o que é uma empresa *startup* do que é um mundo real de uma empresa porque ele tem muitas informações, relatórios, processos, então eu acho que no começo de uma *startup* você tem que facilitar ao máximo a vida do empreendedor sem colocar amarras e isso muitas vezes alguns investidores não sabem muito bem disso sabe. Muitas vezes você quer que o empreendedor foque 100% no desenvolvimento daquele produto, na venda então qualquer tempo que ele gastar tentando fazer algum relatório para investidor é um tempo que ele deixou de fazer com o cliente, com o produto final.

ENTREVISTADOR: Outra questão a respeito da saída, há alguma estratégia clássica de saída? Pensar em comprador estratégico - vou levar essa empresa até o ponto de ela ficar interessante para alguém que vai querer consolidar o mercado ou então ela vai crescer demais aí vai entrar algum fundo financeiro mesmo ou alguma coisa assim. Esse tipo de estratégia, enxergar esse horizonte é algo que faz parte?

IA2: Totalmente. Se o negócio tem o potencial de gerar dividendos de forma muito previsível é um negócio que todo mundo gosta porque independente se o mercado está fechado *IPO* ou para fundos, está gerando dividendos para os acionistas. Então essa previsibilidade de caixa é muito importante. Porque a saída você tem sempre aquelas rotativas ou você vende para o

fundo de *private equity*, ou você vende para uma empresa estratégica, ou você faz um *IPO*, ou pode ser que não aconteça nada disso. Então a empresa tem que ter um fluxo de caixa que possa permitir. Por isso que quando eu falo assim o que é atrativo para um fundo ou para o *IPO* aí voltam àquelas variáveis que eu mencionei outra vez: se o mercado for grande ou tem diferencial competitivo isso sempre é atrativo. Agora se você tem previsibilidade de fluxo de caixa positivo isso também é mais fácil de você vender para fundos também.

EMPREENDEDOR: Se o investimento atingir a meta e obtiver aquele retorno que você esperava que ele atingisse, você desinveste?

IA2: *Case by case*. Eu acho que depende qual é a situação. Se for venda para um fundo de *private equity* e você vê que está muito favorável, essa é uma equipe vencedora. Então se você tem uma condição onde você não tem que vender para o fundo de *private equity*, venda em *IPO*. Por isso que eu estou falando se você está preparado para esperar sete ou dez anos... Esse negócio de plataforma de jogos nos Estados Unidos, não é nem no Brasil, a plataforma de celular lançamos em 2004, onze anos e sempre assim pode ser que tenha um *IPO* no ano que vem sabe. Agora se tivesse colocado lá cinco anos estava ferrado. Agora os fundos *VC* saíram, entrou uma empresa estratégica botou dinheiro na empresa dez milhões de dólares, pagou a dívida da empresa de dez milhões de dólares, pagou os *VCs* que não estavam mais contribuindo e é uma empresa do ramo onde está tudo relacionado com internet, celulares, plataformas de jogos. Então a gente faz parte de um grupo agora que primeiro é muito rico então as perspectivas ficaram melhores agora, mas uma empresa nos Estados Unidos, no *Silicon Valley*, fica lá doze, treze anos... Eu trouxe vários amigos também que investiram depois no começo. Eu falei para todo mundo: Isso daqui vai demorar e pode ser que perca 100%. Não vem reclamar depois que você esperava por aquele dinheiro e depois de cinco anos comprar uma casa.

ENTREVISTADOR: Uma *startup* pequena ainda tem, classicamente, dificuldade de obter recursos porque ela não tem balanço, ela não tem modelo de negócios ainda e pode sofrer uma mudança, pode não ter equipe, podem ser dois garotos ali numa garagem, alguma coisa assim. Fale da necessidade da *startup* começar criar receita.

IA2: Então para a gente é assim o produto tem que estar funcionando não pode ser uma coisa assim no papel e que tenha já uma receita, mesmo que seja pequena, que tenha alguns clientes já usando e que a gente possa perguntar para os clientes o que eles estão achando então isso tudo faz parte do nosso processo de seleção inclusive para a fase de análise. Não tem produto final, não tem cliente? A gente nem avança: eu passo para o comitê de seleção de projetos. E aí está bom como é que a gente pode ajudar um empresário na venda do produto? Tem um projeto que nós investimos. Claramente a área comercial era fraca. O CEO ele não é um vendedor então eu liguei para algumas empresas, a turma também está ajudando para vender o produto. Então de cara quando eu investi na empresa eu falei: Esse produto é muito bom, mas eu acho que a estratégia de vendas está muito tímida.

ENTREVISTADOR: Então, você busca promover a *startup* em que você investiu perante seus colegas a fim de buscar receita dentro do seu próprio *network*?

IA2: Sem dúvida. Eu já apresentei esse investimento para algumas empresas, levei para algumas firmas de advocacia com quem eu já estava trabalhando. Aproveite e dê uma olhada nisso daqui. Aí a pessoa: Que ótimo. Ficamos horas e horas com um monte de papel para assinar uma loucura, depois teve que mudar a documentação, imprimimos outra vez. Então outros investimentos na *Harvard Angels* a gente usou esse investimento para o empresário que não conhecia, para os investidores lá da *Harvard Angels*, que estão vendo que os investimentos da dessa *startup* estão sendo usados em outros investimentos que eles fizeram.

ENTREVISTADOR: Agora e se a ideia for boa, mas por algum motivo exigir muito do seu tempo? Por uma série de motivos, porque a equipe está incompleta, porque o produto é revolucionário...

IA2: Eu como investidor se eu entrei, eu já teria que ter planejado isso. Mas assim eu não posso entrar num negócio como *investidor-anjo* imaginando que eu vou me dedicar muito tempo. Por isso que eu acho que o fato de entrar em grupo é bom porque você pode ver que pode contribuir mais para o empreendedor. Marketing digital? Não adianta vir falar comigo. Como estruturar uma equipe e quais são as competências eu sei fazer isso daí, mas eu também posso indicar pessoas que podem, de repente, prestar o serviço mais profissional para você

fazer avaliação das competências de cada um do perfil dos profissionais para ver se a combinação é uma combinação importante.

ENTREVISTADOR: Se o investimento ainda não estiver maduro para passar pelo comitê de seleção você estimula o empreendedor a voltar depois que ele tenha atingido essa maturidade?

IA2: Sim. Se a gente acha que o projeto é muito bom... Mas para a gente achar que é muito bom tem que ter produto. Então, se você falar assim: a gente tem um produto aqui para limpar o rio da marginal Pinheiros só que eu não testei ainda. Então não dá para chegar e falar... Um produto para transformar ar poluído em água potável? Então a ideia é boa, mas cadê o produto? Não tenho ainda. Então quando estiver tudo mais ou menos pronto você avisa. Você vai querer um *valuation* maior, mas, tudo bem, a gente não perde tempo.

ENTREVISTADOR: Você pede opinião para os seus consultores, advogados, compradores? Você tem uma equipe de confiança provavelmente.

IA2: O advogado se envolve muito nos contratos, então o advogado, eu, o empreendedor, a gente já estava no ano passado, a gente ficou o tempo todo discutindo, o advogado colocando as ponderações e você toma a decisão do lado do investidor e ele do lado do empreendedor.

ENTREVISTADOR: Burocracia. Brasil. Como a burocracia influencia no investimento?

IA2: Eu acho que tudo né. Burocracia no Brasil é muito pior do que em Palo Alto. Eu tenho um colega empresário que ele era da Bimatec, ele começou *startup* teve dinheiro e em dezessete anos fez um *IPO* então ele está investindo em Palo Alto com fundos, com empresários e é 100% business. E aqui no Brasil ele passa por isso, por *startup*, por empresários, tudo, se gasta muito tempo com questões burocráticas no Brasil. Então isso é uma coisa que complica. Vamos supor tem um caso agora na Itália muito interessante que o governo italiano para incentivar *startup* eles botaram umas regras inovadoras então se você quer contratar estrangeiro em dois meses você consegue. E aí vai para um outro Ministério de Tecnologia, nada a ver de trabalho, imigração, você consegue contratar. Quer fazer uma grande remuneração, quer pagar um montão para um garoto de 22 anos, quer demitir depois...

Então a Itália fez isso daí e isso criou um polo de *startup* porque você quebrou com muitas barreiras burocráticas então no Brasil ainda as questões trabalhistas, os impostos é tudo muito complicado. Então essa ideia da Itália foi superinteressante. Então eu acho que o Brasil tem que aprender muito com esses países assim.

ENTREVISTADOR: Você participa de iniciativas para tentar melhorar esse ecossistema de empreendedorismo em termos de dar palestra, apoiar iniciativas de educação voltadas ao empreendedorismo? Você falou das suas filhas; isso você de alguma forma você tenta disseminar?

IA2: Isso é um ponto interessante. Na época que eu estava no Itaú eu fazia muitas apresentações na Poli e eu era até muito conhecido dentro do Itaú como muito empreendedor, de construir áreas, de fazer expansões internacionais. Quando ninguém conhecia o que era Japão eu fui lá e montei uma equipe captando dezoito bilhões de dólares dos japoneses. Dezoito bilhões de dólares para investir no Brasil.

Eu saí em vários artigos lá fora, dei várias entrevistas que nós vendemos um produto do Brasil lá fora. O Brasil está bom. E aí a gente vendeu os fundos brasileiros de renda fixa de dois até um e cinquenta no câmbio, chegamos a ganhar muito dinheiro. Depois voltou e voltou forte. Quando o Rio ganhou para ser sede das Olimpíadas um mês depois lá no Japão lançamos um fundo de ações voltado para a economia brasileira que ia se beneficiar com o crescimento da classe média então criou um fundo chamado Rio Win os ventos do mundo em direção ao Rio de Janeiro. Em um mês captamos 1.4 bilhões de dólares dos japoneses. Então isso daí ninguém conhecia no Itaú. Eu morei três anos lá e conhecia como era o negócio. Então esse lado empreendedor fez com que eu fizesse muitas palestras dentro do banco e principalmente na hora de falar com os politécnicos o pessoal gostava das minhas apresentações porque eram apresentações voltadas para o lado do empreendedorismo. Você pode ser empreendedor dentro de uma grande instituição financeira para você não ser aquele burocrata. Isso é uma coisa que eu acho que realmente faz falta. Até gostaria de ver como eu posso contribuir mais para frente nesse lado de divulgar mais o lado empreendedor, mas eu acho que tem um *gap* aí até de como eu posso compartilhar esse conhecimento.

ENTREVISTADOR – Duas questões a respeito de estratégia e fortalecimento de marca e de criação de patentes. Ajudam a criar valor?

IA2: Eu acho que marca é fundamental. Você viu meu cartão? É uma empresa que tinha criado uma coisa chamada Infratel no começo do ano, captei recursos com investidores e a Infratel comprou essa empresa chamada Sky Sites. Nós compramos agora dia doze de março, fechamos e eu já tinha contratado... Aquela moça que ligou àquela hora, ela faz design de marcas que eu já conheço um bom tempo então a gente tinha contratado ela para fazer o design. Esse é o novo design da empresa que analisou seis alternativas que elas prepararam que é relacionar a torre de telefonia celular então você vê a imagem de uma torre, mas de uma forma moderna, inovadora. E eu quis mudar a marca... O nome da empresa é o mesmo que eu comprei só que é um pensamento diferente agora então é um momento bom para você mostrar a cara da empresa com um novo perfil e a marca é fundamental. E a marca para a investidora estar fazendo todos os padrões. Eu sou muito chato com isso daí: padrões. Cartão de visita tem que ser igual para todo mundo. Quando o Itaú tinha escritório para tudo quanto é lugar no começo cada um recebia com um padrão, mas aí ia imprimir numa gráfica e quando você via era tudo diferente. Então você chega num cliente com três cartões diferentes, um do Brasil, um de Nova Iorque e outro de Tóquio de um cliente só isso traz uma imagem negativa. Então lá no Itaú nós falamos: Vamos imprimir tudo aqui no Brasil. Então vocês pedem com dois meses de antecedência, a gente imprime para vocês um padrão. Não adianta ter um padrão todo perfeito e na hora de executar na gráfica sai diferente. Então marca é uma coisa que é superimportante por isso é uma coisa que você tem que saber investir. Tem que ser uma coisa que com o tempo as pessoas vão lembrar da sua marca com algum diferencial que você vai trazer.

ENTREVISTADOR: Perfeito. Excelente. Muito obrigado.

IA2: Sucesso no seu trabalho.

APÊNDICE F – ENTREVISTA COM O INVESTIDOR-ANJO 3 (IA3)

Características enquanto anjo:

- 47 anos
- Investidor-anjo há 5 anos
- Empreendedor há 25 anos
- Investe recursos obtidos na venda de seu empreendimento anterior
- Onze investimentos enquanto anjo
- Investe em conjunto com outros anjos
- Participa de entidade de anjos há quatro anos

ENTREVISTADOR – Primeiramente, muitíssimo obrigado por me receber e por encontrar um tempo no meio da sua agenda, com certeza, atribulada. Fale um pouco a respeito da sua trajetória até se tornar um investidor-anjo.

IA3 - Bom, basicamente a minha trajetória é principalmente como empreendedor, eu fui empreendedor durante 25 anos, tive o meu primeiro negócio relativamente cedo, minha primeira empresa foi como 19 anos de idade e a partir daí, na parte de software, depois fui migrando para outros setores dentro da tecnologia até que efetivei a venda do meu ultimo negocio e aí a partir dessa venda eu resolvi atuar de uma forma diferente, não como um empreendedor diretamente, mas ajudando novos empreendedores como investidor. Basicamente por onde eu conhecia, modelo americano de investidor. Até porque aqui no Brasil, apesar de fazer pouco tempo isso, ainda é hoje bastante desconhecida, é um pouquinho mais conhecida, mas, enfim, sumariamente é isso, tive uma experiência acho que talvez relevante, eu recebi investimento. O investimento mesmo foi efetivado em 2004 e o relacionamento que eu criei com esse fundo, enfim, a gente sempre tem uma interação bastante grande, eu acabei entendendo como é que funcionava o universo de investimentos (nesse momento o meu conhecimento era muito pequeno) e a cadeia toda, e isso me ajudou muito até quando eu comecei a investir a entender o que eu tinha que fazer e como fazer.

ENTREVISTADOR – E quantos investimentos você já fez?

IA3 - Onze.

ENTREVISTADOR – De quantos você participou em termos de administração, com um aporte um pouco mais detalhado, não só em termos financeiros?

IA3 - Olha, eu só faço investimentos que eu entendo que eu tenha alguma coisa para agregar valor, mas claro, alguns mais intensamente e outros menos, não tem nenhum que foi só financeiro, até porque não interessa.

ENTREVISTADOR – E todos eles estão ativos?

IA3 – Não, eu já tive saída em um, já fiz *writeoff* em dois. Então estou atualmente com 8 ativos.

ENTREVISTADOR – Como foi essa saída? Foi venda?

IA3 - Foi venda, venda da minha participação especificamente.

ENTREVISTADOR – Para quem?

IA3 – Foi para um outro grupo de investidores.

ENTREVISTADOR – Uma pergunta um pouco mais genérica, só para a gente aquecer; o que é um investimento de sucesso? Esse tipo de investimento é frequente?

IA3 – Um investimento de sucesso é basicamente você ter um retorno com um múltiplo, eu diria assim, acima ou razoavelmente acima do que você tem no retorno da taxa básica de

juros, 2, 3 vezes o que a taxa de juros normal te renderia. Isso eu já acho que é um rendimento que eu chamaria de sucesso. O histórico que a gente tem hoje, principalmente internacional, é que você vai ter mais fracasso do que sucesso. Agora normalmente como o sucesso, normalmente os múltiplos são razoavelmente significativos, quer dizer, a pessoa fala assim, quando você acerta um, normalmente o múltiplo é de 10 vezes para cima. Então, tipicamente, não são só esses, não é para acertar só um, mas somando esse com mais alguns outros retornos, mesmo que não sejam tão altos, aí você tem um retorno interessante na média da sua carteira.

ENTREVISTADOR – A respeito da disponibilidade de tempo do anjo, que costuma ser apontada como problema na literatura, como a sua disponibilidade ou falta de disponibilidade de tempo pode ajudar?

IA3 – Bom, a disponibilidade eu considero muito importante porque, o conceito de investimento-anjo é você agregar valor nela muito pela sua experiência, conhecimento e relacionamento, é o que faz a diferença no capital financeiro. Então eu acho que esse é um fator importante que você deve sempre agregar, claro que você vai ter uma limitação obviamente porque você não vai poder dedicar *full time* nesse papel do investidor anjo, é uma peça de conselheiro mentor, mas aí sem dúvida nenhuma é um ponto importante.

ENTREVISTADOR – Vamos considerar o seguinte, se você divide os seus investimentos em 8 ativos agora, você precisa monitorar o que o empreendedor está fazendo. Então, como você monitora o desempenho dessas investidas? Monitora sozinho? Monitora com outros anjos?

IA3 – Boa pergunta, depende muito do grupo que é formado. Normalmente no grupo a gente costuma eleger alguém que seja um líder do grupo que é um cara que vai ter o contato mais no dia a dia, essa é a forma que a gente busca usar.

ENTREVISTADOR – E a distancia? Influencia? O teus investimentos estão próximos, estão todos aqui em São Paulo, por exemplo?

IA3 – Não, eu tenho investimentos fora de São Paulo, mas justamente quando eu faço investimentos fora de São Paulo, para mim é muito importante ter um investidor local, que normalmente vai ser o líder do investimento, que esteja mais próximo desse empreendedor. A preferência é fazer próximo, mas quando tem um plano interessante que vale a pena e tem um investidor local na região, a gente faz assim.

ENTREVISTADOR – Bom, quanto ao famoso *elevator pitch*, qual é a sua expectativa em relação aos dados fornecidos pelo empreendedor ainda na fase inicial do negócio?

IA3 – Bom, primeiro eu quero entender muito a oportunidade que a empresa está apresentando e se essa oportunidade é uma oportunidade real, é uma necessidade real. Segunda coisa é se a solução que o empreendedor desenvolveu tem algum tipo de inovação, se é uma inovação que gere vantagem competitiva. E terceiro, se é um negócio que pode ser escalável, um negócio que tem potencial, não é um negócio muito de nicho, muito setorial, muito restrito. E em quarto, não por ordem de importância: os próprios empreendedores, porque normalmente é mais de um, a gente espera que seja mais de um até, se esses caras tem o que a gente chama de capacidade de execução, que você sabe que vai transformar aquela ideia em algo mais concreto, se identifica pelas ideias.

ENTREVISTADOR – Agora, em relação à possibilidade, teórica pelo menos, de os empreendedores terem alguma informação que eles não revelam, pelo menos em uma fase inicial: no *term sheet* você coloca alguma previsão específica de *disclosure*?

IA3 – Existem alguns tipos de empreendedor, alguns ainda tem aquele receio “não posso contar muita coisa porque senão vou revelar para você, tem acordo de confidencialidade”, normalmente a gente não assina acordo de confidencialidade no primeiro contato, isso aí eu falo para os empreendedores, eu falo “vocês tem algum segredo industrial? Algo que que você possa proteger de alguma forma, seja por confidencialidade, ou seja o que for, não precisa contar agora. É o que a gente diz, conta o milagre, mas não precisa contar o santo; o santo em uma outra fase, aí claro que eu vou querer saber.

ENTREVISTADOR – Bom, agora em relação a sua sensibilidade em relação ao risco, que tipo de investimento você descarta em função do risco?

IA3 – Qualquer investimento que dependa muito de P&D, que esteja em uma fase muito embrionária nesse sentido, em princípio a gente não assume o risco. Normalmente a gente assume alguns riscos, tipo risco mercadológico, o próprio risco de execução a gente busca mitigar, justamente para a avaliação de que investidor eu já consegui executar, não invisto em ideias, não invisto em... é muito difícil investir em *Power Point*, se ele colocar lá um plano de negócio... seja o que for, eu preciso ver algo tangível, para justamente poder mitigar um pouco esses riscos de execução, se for possível até já ter protótipos que os clientes já avaliaram, que já diminui também o risco mercadológico, claro que se torna mais atrativo.

ENTREVISTADOR – Importa saber por que o empreendedor te escolheu para investir?

IA3 – Importa sim, importa mais do que o porquê, importa o que ele busca em mim e qual é o tipo de relacionamento que ele quer estabelecer comigo. Eu falo claramente para todo mundo, não gosto de ser visto como talão de cheque. Então se ele estiver interessado no meu dinheiro, provavelmente eu não vou investir nele. Então se ele tiver interesse em alguém que agregue valor para ele, aí a conversa evolui.

ENTREVISTADOR – Bom, em relação aos anjos, a gente enxerga na literatura a informação de que existem anjos inexperientes; existem anjos ativos, mas um tanto inexperientes? E como que o fator experiência pode afetar o desempenho do anjo?

IA3 – Sim, existem investidores mais experientes. No Brasil novamente, o investimento-anjo é um tema relativamente novo, apesar de ter aí casos relativamente antigos de investimento-anjo, mas a experiência sim, sem dúvida nenhuma, ela é importante porque vai justamente preparar o investidor para evitar cometer erros nos primeiros investimentos que você venha a fazer, por isso que a gente quer que sempre que um grupo se formar tenha um investidor líder que seja o cara mais experiente, até para ajudar os outros investidores que estão começando.

ENTREVISTADOR – Agora em relação à sua curva de aprendizado como anjo, como as suas características pessoais afetam positiva ou negativamente a sua atividade?

IA3 –O que você quer dizer com características pessoais?

ENTREVISTADOR – Por exemplo, eu sei que você tem um histórico de empreendedor. Então, você conhece determinados ramos e é um bom negociador, por exemplo.

IA3 –Agora eu entendi. No sentido de experiência prévia, nível de informação... eu acho que sem dúvida nenhuma eu acho que isso é fundamental, eu acho que com a minha experiência como empreendedor dá para eu descartar muita coisa que eu sei que não vai dar certo; não dá para assegurar que vai dar, mas pelo menos descartar coisas que a gente sabe por experiência que não param em pé, isso dá, isso é muito importante na seleção das empresas; dá para descartar muita coisa. E até dar *feedbacks*, às vezes a empresa vem, bate na porta, apresenta a ideia, a gente não vai usar a experiência, claro eu posso estar errado, mas a minha experiência mostra isso.

ENTREVISTADOR – Existe pressa para o investidor fechar o negócio antes que outros anjos apareçam? Que tipos de cuidado os anjos vão tomar nesse sentido?

IA3 –É, no Brasil eu não acho que exista um mercado competitivo para investimentos, diferente dos Estados Unidos, lá é bem competitivo, eu acho que assim, a pressa é inimiga, claro que também não pode demorar demais, você não pode estender demais, senão você perde o *timing* do negócio, mas ao mesmo tempo não tem essa pressa assim de urgência, “temos que investir logo”.

ENTREVISTADOR – Qual o seu nível de participação para o desenvolvimento do empreendedor? Estou pensando em como influenciar nas decisões estratégicas tomadas pelo empreendedor.

IA3 – É, vai ser bastante importante, eu digo assim, que toca o negócio é o empreendedor, mas como eu falei a gente, eu entendo que o meu papel é de um conselheiro e que vai buscar ajudar os empreendedores, orientando eles, em questão que eu acho que possivelmente vai dar errado, ou coisas que podem ser melhores para eles. É muito nesse sentido orientativo, de

tentar dar o caminho de, pela experiência que a gente tem, dá para que ele ou consiga ter atalhos, cometa os erros que a gente já cometeu ou ache portas que ajudem a acelerar o processo de crescimento dele.

ENTREVISTADOR – A literatura fala em mentoria e *feedback*.

IA3 – É isso mesmo.

ENTREVISTADOR – Bom, agora já vamos para a fase de seleção do investimento em relação ao nosso domínio financeiro. Bom, lembra que eu estou tratando sobre percepção de risco. Então em relação ao risco, como você faz para alocar, para dividir esse seu capital nos investimentos?

IA3 – Boa pergunta. O meu capital o correto seria distribuir ele meio uniformemente entre as investidas. Se você me perguntar se eu fiz assim, eu diria que não muito, mas por uma questão muito conjuntural de momento porque quando eu comecei a investir tinham poucos investidores, enfim, acabei tendo que alocar mais em algumas do que em outras, mas o correto seria distribuir uniformemente ou pelo menos de uma certa proporção, até para ter um retorno apropriado também.

ENTREVISTADOR – E você dilui o investimento com outros anjos?

IA3 – Sim.

ENTREVISTADOR – E usa a diversificação como estratégia?

IA3 – Sim, fundamental, sem diversificação esquece.

ENTREVISTADOR – Bom, essa é uma questão que eu acho bem interessante, o empreendedor vai contar uma história bonita para você; você investe com base naquilo que o empreendedor conta para você? E se estiver predisposto e gostar do mercado, você investe, ou seja, como você avalia aquilo que o empreendedor relata para você?

IA3 – Na verdade eu checo algumas informações, a história do empreendedor é sempre bonita, perfeita, linda e maravilhosa. Então primeiro é se eu acredito no que ele fala, porque se eu não acreditar nem no que ele fala, já está descartado. Aí parece fazer sentido no que ele está falando, aí eu vou checar o que ele está falando, se eu não conheço bem aquele mercado que ele está atuando, você não precisa crescer em um mercado específico, tipo, eu vou vender para a *B2B*, *B2C*, você já conhece como funciona um pouco o esquema, mas o ideal é fazer checagem até de um nível mais específico para ver se realmente faz sentido aquilo que a gente está falando.

ENTREVISTADOR – Você pode dar um exemplo de checagem?

IA3 – Exemplo de checagem é conversar com alguém que conheça muito bem o mercado. Então às vezes na própria rede de investidores, aparece uma oportunidade que eu conheço um pouco, mas não sou profundamente conhecedor daquele mercado, aí vejo na rede de contatos quem conhece bem aquele mercado, ia fazer uma validação para poder checar se isso que a empresa está avaliando está correto ou se faz sentido.

ENTREVISTADOR – De que forma você calcula o tempo para tomar ou não a decisão de investir?

IA3 – Não tem um cálculo de tempo, mas eu acho que é assim em média, você vai levar, para tomar a decisão, umas 4, 5 reuniões aí no máximo, você já deve ter uma percepção clara se você vai investir ou não vai; você vai descartando às vezes até antes, mas até a quinta se você está na dúvida então não, na quinta você tem que ter o mínimo de convicção, é uma oportunidade que vale a pena tomar o risco.

ENTREVISTADOR – Você conversa com consultores antes de investir?

IA3 – Não contrato nenhum consultor para fazer essa avaliação, a gente não tem essa prática de contratar alguém para isso, dificilmente, mas a gente conversa com pessoas que até tem esse papel, mas mais pelo relacionamento, mais informal, vamos chamar assim, mas a contratação formal de um consultor para fazer uma avaliação de negócio isso a gente já não faz.

ENTREVISTADOR – Você respondeu que se encontra como empreendedor antes de investir sim, 4 ou 5 vezes pelo menos, ok. Aí você analisou, se interessou. De que forma você analisa o empreendedor e a *startup* em si, em termos mais objetivos?

IA3 – O empreendedor? Eu analiso muito pelo histórico dele, qual são as referências que ele tem informação educacional, coisa meio básica, experiência anterior que ele tenha, profissional, mas também avalio muito dois itens que para mim são fundamentais. Primeiro, pelo que ele já executou até aquele momento com os seus recursos próprios, eu acho que é uma prova de execução. Então para o cara conseguir fazer isso aqui com pouca gente, pouco dinheiro. Então se fez um negócio bacana, eu acho que é para mim um fator que pesa muito. Segundo, vai ter uma coisa que é meio subjetiva, mas é meio de *feeling*. Então esse cara é um cara que me bate, é um cara que sabe o que está falando e sabe o que tem que ser feito, são esses os fatores do empreendedor. Agora da *startup* em si, do negócio, eu já falei, tem que ver se gera muita oportunidade no mercado, concorrência bem de marketings internacionais. Então vamos olhar lá fora para ver se já tem algum caso parecido, enfim, tentar achar os parâmetros que a gente possa referenciar para comparar um pouco e vê se isso tem o mínimo de potencial efetivo.

ENTREVISTADOR – E as projeções financeiras? O empreendedor apresenta? Você avalia?

IA3 – Sim, a gente espera que ele tenha o mínimo de planejamento orçamentário, até para justificar o quanto de capital que ele vai precisar e também para ter uma base de objetivo, de referência, isso sem dúvida é analisado sim.

ENTREVISTADOR – Agora uma pergunta um pouco mais aberta. Fale do *elevator pitch* e do *business plan*: qual a importância e o que você percebe em termos de risco? Os empreendedores vão apresentar a informação de determinada forma, mas...

IA3 – Ok. O *elevator pitch* tem dois objetivos, um explícito e outro implícito. O explícito é colher as informações básicas do negócio, que é o que eu já falei, oportunidade, inovação, potencial de estabilidade. O implícito é ver a capacidade que o empreendedor tem de vender o negócio dele. Eu acho que qualquer empreendedor, para ter sucesso, tem que ter uma capacidade de conquista... não só do investidor... se ele conquista muito bem, ele tem uma chance de conquistar os seus clientes que ele vai precisar, os parceiros, seja quem for. Mas se o cara é muito ruim, se não consegue no primeiro contato me conquistar minimamente, como é que vai conquistar o cliente? Então esse é o aspecto implícito que eu acho também muito importante para você avaliar.

ENTREVISTADOR – E o *business plan*?

IA3 – O *business plan* tem dois aspectos também que são importantes: tem o lado explícito e o lado implícito. O lado explícito é ter dados objetivos que a gente precisa colher e o lado implícito está um pouquinho associado a capacidade de execução, se ele consegue fazer um *business plan* bem conciso, bem objetivo, mas ao mesmo tempo qualificado, também novamente mostra que o cara sabe como são feitas as coisas.

ENTREVISTADOR – Mas você sabe, cá entre nós, que tem gente que terceiriza o *business plan*?

IA3 – É fato, mas aí você descobre na conversa com o empreendedor, por isso que tem todo um contato pessoal.

ENTREVISTADOR – E o que você exige em um *business plan*? O que você gostaria de ver lá dentro?

IA3 – *Business plan* tem que ser para mim muito sumário, não sei se eu chamo de *business plan*, para mim é muito mais um modelo de negócio que apresente esses conceitos um pouquinho mais detalhados que novamente, oportunidade, mercado, inovação etc e tal, e as condições financeiras, mas de uma forma muito concisa, nunca coisa de 50, 100 páginas nada disso. Para mim o *business plan* é 15, 20 slides. Já com o Power point que ele vai apresentar para mim porque eu quero que ele fale, não quero ficar lendo, que aí eu vou ver realmente se foi ele que fez, não foi, como é que foi, e ver ele apresentar para ver se tem sentido.

ENTREVISTADOR – Qual seria o risco de uma startup de alto potencial tecnológico deixar de atrair um fundo no futuro, inviabilizar uma saída? Que percalço ela poderia enfrentar lá na frente?

IA3 – Na verdade é assim, eu acho que são basicamente dois, na realidade são dois que estão em um só. Um é o risco que a gente chama de mercadológicos, será que aquilo que ele está propondo é realmente a solução? Atende àquele problema que identificou aquela necessidade, que identificou de uma forma efetiva que conquiste o usuário? E o segundo é se o modelo de negócio que ele pensou, se ele consegue efetivar esse modelo de negocio, quer dizer, consigo, por exemplo, crio uma solução para o cliente, ele gosta, mas não está a fim de pagar o valor que eu preciso para a conta fechar. Então esses são os pontos que eu acho que, claro que tem um monte de coisa por trás disso, mas esses são os pontos que eu acho que são os aparentes que identificam claramente se ela vai conseguir captar o investimento subsequente ou não.

ENTREVISTADOR – O registro de patentes seria uma estratégia para atrair compradores no futuro?

IA3 – A patente? Não é que o registro em si vá fazer alguma coisa, mas é um mecanismo de você proteger o teu capital intelectual, mas desde que aquilo tenha uma eficácia, aquilo realmente atenda uma necessidade real e gere um resultado. É muito mais um mecanismo de proteção e de manutenção da vantagem competitiva criada.

ENTREVISTADOR – Há risco de o empreendedor arriscar o dinheiro do anjo e não o dinheiro dele próprio?

IA3 – Ótima pergunta. Eu ouvi uma frase uma vez que eu adorei, “qual a diferença entre a galinha e o porco? A galinha dá o ovo, o porco dá a carne. Então eu quero investir em porco, não em galinha”. A galinha dá o ovo lá, se eu pegar o ovo não dá nada, agora o porco não, tem que estar ali junto. Essa frase é perfeita, ela resume tudo que a gente vê. Então é assim como isso retrata no caso, por exemplo, o empreendedor vem aqui, aí você olha no projeto financeiro dele, ele coloca um *pro labore* para ele o que seria o salário de mercado dele, aí cara, esquece, você está virando galinha, não porco. “ah, preciso ganhar alguma coisa para sobreviver”, está bom, dinheiro de sobrevivência você tira, é sobrevivência, para você poder comer, ter o mínimo para a sobrevivência mesmo. Então a gente avalia muito esse aspecto sim.

ENTREVISTADOR –Importa saber percentualmente quanto o empreendedor está investindo do patrimônio pessoal?

IA3 – Com certeza. Para mim, o empreendedor tem que estar totalmente comprometido; não é comum o empreendedor ter muito capital financeiro, mas se a gente sabe que o cara tem capital e não está pondo o capital dele, aí tem alguma coisa errada, ele quer que eu tome todo o risco financeiro e ele não toma nada? Não tem sentido.

ENTREVISTADOR –Bom, agora em relação ao domínio tecnológico, ainda falando da seleção do investimento, em termos de uma tecnologia nova e ainda não testada. Qual é o seu interesse por esse tipo de tecnologia traduzida para o Português como “disruptiva”?

IA3 – Por um lado é alto, tem um lado que é muito atrativo porque as tecnologias “disruptivas” teoricamente podem gerar uma quantia muito significativa, mas por outro lado, tem um outro lado da moeda que é assim, dependendo do caso, pode entrar em um nível de risco tecnológico que normalmente eu pelo menos dificilmente vou querer comprar. É uma nova tecnologia, mas a gente não sabe se é viável, se não é viável, aí eu acho que ele tem que

buscar um montante de capital muito alto, incompatíveis com o que investimento-anjo aplica. Então fica mais difícil. Então assim, é atrativo? É. Agora, pode ser que dependendo do caso, torne não atrativo, pode tornar inviável o investimento-anjo.

ENTREVISTADOR – De que forma o anjo pode se convencer a investir do ponto de vista técnico?

IA3 – Eu diria assim, se é uma tecnologia que ela é “disruptiva”, mas ela já tenha passado aquela fase de análise de habilidade mínima, já viu que ela é viável tecnologicamente falando, não estou falando nem em mercadológico; dá para implementar, dá para escalar, não é só uma coisa que foi feito em laboratório e você não consegue escalar, os custos para isso não são nada absurdos. Então eu acho que dá para a gente investir.

ENTREVISTADOR – Bom, vamos para a *due diligence* e falar de confiança do empreendedor no investidor. Anjos ou demônios? O empreendedor confia no anjo?

IA3 – Eu acho que na média sim, tem empreendedores que a gente vê que são muito desconfiados, no começo pelo menos, mas acho que cada vez menos isso está acontecendo.

ENTREVISTADOR – Você se esforça em melhorar a comunicação com o empreendedor desde os primeiros contatos e até mesmo antes de tomar a decisão de investir?

IA3 – Sim, eu acho que a comunicação tem que ser bem transparente desde o começo, bem clara, enfim, que fique tudo muito explícito, se eu for investir nele, quanto que eu posso investir, como eu quero, para já deixar claro desde o começo para não perder o meu tempo e nem o dele.

ENTREVISTADOR – Em outras palavras, a clareza ajuda nessa questão de confiança?

IA3 – Ela é essencial.

ENTREVISTADOR – Existe o risco de o empreendedor tomar decisões em benefício próprio em detrimento da sociedade?

IA3 – O risco existe; isso com certeza, a gente busca criar uns acordos societários que deixem claro que isso não pode ser feito. Exemplo clássico, *pro labore*, você decide, ah eu quero resolver um problema de x, não, não é assim, você vai ter que ter ciência dos investidores, o capital é do investidor que está pondo lá então você não vai poder decidir sozinho, exemplo bem simples, bem objetivo. Negócios com partes relacionadas: ah eu vou lá e vou contratar a firma da minha Irma para fazer um negocio para mim aqui, não, espera aí, com negócios relacionados você tem antes, pode ser um negócio ótimo para empresa às vezes, mas tem que submeter para o investidor. Qualquer coisa que possa gerar a suspeição ou tenha conflitos de interesse.

ENTREVISTADOR – Uma vez percebido algum sinal suspeito no discurso. Do empreendedor, você examina o comportamento dele mais a fundo? E também tem previsão de mecanismos de incentivo ou desestímulo a essas medidas que seriam contrárias a sociedade?

IA3 – Sim, investimento é uma ação pura de confiança. Então qualquer sinal que seja, qualquer suspeita, a gente imediatamente olha, começa olhar isso profundamente e, igual eu falei, na realidade o *term sheet* e os contratos no caso de depois do investimento feito, eles ajudam a deixar claro aquilo que foi combinado, aquela prática ele sabe. Outra coisa que a gente faz para mitigar risco muitas vezes é você dividir o investimento em *tranches*, dividido em parcelas e cada parcela é condicionada a condições mínimas lá necessárias, prestação de contas, cumprimento de todas as condições contratuais, que é uma forma de que se o cara no meio do caminho aprontar alguma, você pode pelo menos minimizar a sua perda.

ENTREVISTADOR – E existe incentivo financeiro? Ou seja, o empreendedor tem uma rentabilidade maior se ele agir corretamente?

IA3 – Não, agir corretamente é obrigação. Pode ser por performance, se ele conseguir exceder performance, aí pode até existir, mas isso é obrigação.

ENTREVISTADOR – Bom agora em relação a tua experiência como anjo, aparece alguém aqui com uma *startup* de um ramo completamente diferente do seu profundo sociedade, qual é a sua sensação em termos de risco?

IA3 – Claro que a sensação inicial... existe uma variável aí que justamente por não conhecer você acaba tendo uma incógnita maior. Então a percepção inicial de risco pode ser maior, mas aí a gente vai procurar mitigar daquela forma que eu falei, vou buscar pessoas que conheçam bem e vão validar se aquilo faz sentido ou não.

ENTREVISTADOR – Como o empreendedor pode sinalizar nesse momento que ele está atento à necessidade de conselhos específicos que você poderia dar para o caso dele? Ou seja, ele apresentou uma *startup* de um ramo completamente diferente, mas veio atrás de você não por conta do cheque, sim por conta da *expertise*. Como que ele poderia demonstrar a sua importância para o investimento dele?

IA3 – Porque assim, na realidade, o *expertise* que muitas vezes a gente entrega para ele não está só em aspectos mercadológicos, pelo contrario, eu acho que muitas vezes, o empreendedor tem que ser o *expert* no mercado que ele vai atuar, mas muitas vezes está nas outras questões, desde questões básicas, as vezes financeiras, administrativas, marketing, operacionais, que às vezes pode ser o ponto fraco do empreendedor; às vezes ele conhece o mercado profundamente, mas tem uma deficiência grande na gestão de negócios, gestão de pessoas, é onde eu vou ajudar, eu vou ajudar no ponto fraco dele, não no forte dele. Até se o empreendedor é ruim no mercado dele, não conhece o mercado, aí não faz sentido.

ENTREVISTADOR – Você aprende com outros anjos?

IA3 – Com certeza. Principalmente aqueles que são mais experientes.

ENTREVISTADOR – E você se associa com anjos mais experientes?

IA3 – Quando tem disponibilidade sim.

ENTREVISTADOR – Mas isso seria uma forma de mitigar o risco ou não?

IA3 – Sem dúvida.

ENTREVISTADOR – O empreendedor, somente pelo fato de ser empreendedor, é um bom administrador?

IA3 – Não obrigatoriamente, para mim o bom empreendedor é aquele que sabe vender bem o negócio dele, não obrigatoriamente é um bom administrador.

ENTREVISTADOR – E o *term sheet* prevê incentivos, como *stock options*, *Cliff*, *vesting*? Tem mecanismos financeiros para melhorar a parte financeira do próprio empreendedor?

IA3 – Para um empreendedor específico não é tão comum assim porque ele já tem a maior parte do negócio. Então não faz sentido eu adicionar mais ainda participação para ele, eu já estou deixando ele ficar com, a maior parte do negócio, mas a gente prevê isso para colaboradores-chaves. Então já tem um funcionário que vai precisar contratar e vai ser um cara muito importante para o negócio, aí sim a gente busca colocar isso.

ENTREVISTADOR – Perfeito. Bom, agora me fale sobre a necessidade da *startup* começar a criar receita, por favor, em termos de risco. Estou falando a respeito da dificuldade da *startup* obter recursos, porque é uma empresa nova, limitada, pequenininha, desconhecida no mercado, e ela precisa alçar voo então, a gente sabe que ela tem necessidade de começar a criar receita, e qual que é o risco decorrente dessa necessidade? Porque também eu sou pequeno, enquanto eu não crescer eu não vou ficar grande, muita coisa está vinculada ao fato dela permanecer pequena, certo?

IA3 – Essa história de já ter receita, alguma receita, é claro que é um fator que torna ela mais atrativa, porque mostra que ela já tem clientes pagando por aquele serviço. Então já é um indicador interessante, que sem dúvida ela já reduz um pouco o risco existente dela, para não mostrar que não tem receita nenhuma, porque, não sabe nem sequer se ele vai conseguir gerar receita com aquilo ou não. Então é um fator assim, que ele torna atrativo e retira risco, mas não é essencial, não é obrigatório, e também não é garantia de investimento bem sucedido, não adianta nada ter receita, e não conseguir crescer a receita dela.

ENTREVISTADOR – Você busca promover a sua *startup* investida perante seus colegas, e redes de relacionamento, para tentar alavancar as receitas?

IA3 – Sim, com certeza, muitas vezes até para completar o capital, meu próprio investimento, mas a receita assim, sempre divulgo, faço uma divulgação sempre, faço, peço para o pessoal: “Gente, usa, indica para usar, compra”, com certeza.

ENTREVISTADOR – Perfeito. Qual o tempo médio de retorno de um investimento em *startup*?

IA3 – Olha, teoricamente de espera, uns 5 anos, 4 a 5 anos.

ENTREVISTADOR – Na decisão de investimento você já prevê quanto tempo vai demorar para desinvestir?

IA3 – É difícil prever quanto tempo vai demorar, mas assim, o que a gente busca avaliar, não de uma forma muito, vamos dizer assim, profunda, mas é se aquela *startup* tem potencial de saída futura, ou quais são os caminhos de saída.

ENTREVISTADOR – Poderia falar a respeito dessa saída, por favor?

IA3 – Posso, é assim, basicamente assim, a principal saída, principalmente no Brasil, ainda está muito associada à compra dela por outra empresa, comprador estratégico. Então, é avaliar

muito se ela crescer no nível que a gente imagina, se ela se tornar atrativa o suficiente para alguém vir e comprar ela, esse no Brasil ainda é o principal caminho, teoricamente você tem um segundo caminho que é um, ela crescer o suficiente para atrair um grande investidor, esse investidor comprar a sua participação, mas é uma alternativa menos interessante, e o *IPO* aqui no Brasil não é uma realidade, o *IPO* para uma empresa chegar em um porte para fazer hoje na bolsa, tem que levar pelo menos uns 10 anos, é um horizonte muito longo.

ENTREVISTADOR – Perfeito. Em termos de métricas mesmo, quando você pode dizer que o investimento gerou um retorno?

IA3 – Da saída. Você vende a sua participação, aí você tem como dizer.

ENTREVISTADOR – Se determinado negócio atingiu o retorno que estava previsto, você desinveste?

IA3 – Sim. Então, se você tem uma oportunidade de saída que é compatível com a sua expectativa com o potencial negócio, é obvio que você vai sair, dificilmente você vai manter uma coisa, que está dando o que esperava, tudo.

ENTREVISTADOR – Você então avalia diferentes estratégias de investimento? Estou falando sempre na decisão de investir, então você está no começo do negócio “vou investir”, e aí você tem algumas métricas, como: “eu quero 10x o retorno disso aqui”. Então você avalia esses números nas diferentes estratégias de saída, tem o A, tem o B tem o grupo estrangeiro que poderia se interessar, ou mercado...

IA3 – É uma avaliação meio superficial, vou ser sincero, não é uma avaliação profunda, porque até o horizonte é relativamente longo. Então você fala vai: “Vou sair, daqui a 5 anos”. Então é difícil você saber daqui a 5 anos como que o mercado vai estar, aí você busca fazer uma avaliação mais a grosso modo: “Bom eu sei que se eu atingir esse patamar, vai ter gente interessada possivelmente”.

ENTREVISTADOR – Existe risco de se colocar todo o investimento de uma vez só na *startup*?

IA3 – Sim, claro, foi o que eu falei: dividir em parcelas.

ENTREVISTADOR – Em relação ao risco operacional, o que a gente pode dizer de uma ideia boa e viável, mas que vai exigir muito do seu tempo como investidor?

IA3 – Para mim, especificamente, isso não me assusta tanto, porque eu tenho uma locação de tempo razoavelmente grande para a parte de investimentos. Então, mais eu sou exceção nesse aspecto, não sou regra.

ENTREVISTADOR – E se ainda não for a hora de receber um investimento, ou seja, ele ainda não está maduro, o empreendedor é estimulado a voltar com algo mais concreto?

IA3 – Sim, com certeza, se eu acho que tem uma boa oportunidade, se tem um empreendedor legal, que eu gosto do empreendedor, eu falo: “Olha ...”, aí eu explico porque que eu acho que não está no momento, e peço para ele continuar fazendo contato conforme evoluir o negócio dele.

ENTREVISTADOR – Perfeito. Agora e se o *staff* estiver incompleto? É uma ideia boa, viável, vai exigir muito do seu tempo e o *staff* é incompleto.

IA3 – Então, se for uma pessoa-chave...

ENTREVISTADOR – Mas em termos da sua decisão de investimento?

IA3 – Normalmente assim, se for uma pessoa chave, eu invisto, já cometi o erro de investir sem ter essa pessoa-chave, depois ter problemas, esse foi um aprendizado que eu já tive.

M – Agora, empreendedores. Personalidade do empreendedor enquanto administrador do negócio. Existem empreendedores de trato difícil?

IA3 – Existem.

ENTREVISTADOR – Ou sensíveis?

IA3 – É, mas normalmente são coisas que a gente descarta, eu acho que, tem pessoa que é muito resistente a ouvir *feedbacks*, é uma coisa que não faz muito sentido a gente atuar, não só pelo “não quer ouvir a mim”, o problema não é o ouvir a mim, pode até não me ouvir, mas o cara que não é aberto a ouvir *feedback*, não vai ouvir o cliente, é 10x pior. Então esse é um cara que, normalmente eu descarto.

ENTREVISTADOR – Vale a pena ter um sócio majoritário com personalidade difícil?

IA3 – Em hipótese nenhuma.

ENTREVISTADOR – Bom, agora mais uma pergunta aberta, para a gente entender um pouco a respeito de risco, dimensões, expectativas e potencial de risco. Existem razão e emoção na escolha de um *startup*?

IA3 – Claro, eu acho que sim, claro que sim, tem um lado que você tem que analisar racionalmente o negócio, e outro lado que você tem que acreditar também, porque eu acho que é um pouco de....

ENTREVISTADOR – Além de acreditar e olhar racionalmente, talvez tenha alguma coisa em relação à sua percepção, ou à sua habilidade, a forma que você encara o investimento, por exemplo: “Bom esse é um mercado difícil, essa *startup* ela é inovadora, mas eu tenho uma habilidade específica a respeito dessa matéria. Então eu quero ir adiante”.

IA3 – Nesse aspecto não, eu acho que “Ah negócio difícil, eles tem problema!”, eu conheço caras que investem em setores que eu acho muito difícil, tipo negócios sustentáveis, eu acho esse cara, eu falo: “Esses caras são heróis”, porque são negócios difíceis de você tornar factíveis, tem uma ciência muito grande no meio do caminho, enfim, mas os caras, é por convicção pessoal: “A gente quer investir nesse tipo de coisa”, eu não sou assim não, eu sou mais pragmático. É um negócio bom? Então maravilha, se for sustentável, se for umas coisas assim maravilha, é melhor ainda.

ENTREVISTADOR – Você pede opinião aos seus consultores e advogados de confiança?

IA3 – Peço. Se eu peço opinião, você falou?

ENTREVISTADOR – É, falamos de decisão de investimento, apareceu um negócio que parece legal, difícil, mas você acredita, ou não, enfim, naquele ramo específico você tem uma vantagem pessoal que outros investidores não têm.

IA3 – Não é bem opinião, é um parecer, parece mais um parecer, mais uma coisa sentido, opinião para mim é uma coisa subjetiva, eu peço mais um parecer dos meus objetivos: “olha”, como eu falei, alguém que eu conheço, o cara domina bem o mercado dá um parecer, dizendo: “Olha Cassio, isso aí, funciona bem, ou não funciona bem”

ENTREVISTADOR – Posso fazer um parêntese? Por exemplo, dirigir. Então, dizem que todo mundo acha que dirige melhor do que a média, entendeu? Então, a literatura aponta que o investidor também estaria sujeito ao mesmo tipo de fenômeno psicológico, ou seja, na hora de investir: “Eu posso ser melhor que a média nesse determinado ramo e vou tomar a decisão de ir adiante”, é nesse sentido.

IA3 – Entendi. Eu não me encaro dessa forma, acho eu, às vezes a gente se engana, eu acho que é muito mais assim, a verdade é o seguinte... a verdade é que ninguém sabe, ninguém tem bola de cristal. Então não deixa de ser uma aposta tudo o que você vai fazer. Então por isso que eu digo que eu não peço opinião; opinião é uma coisa subjetiva, o cara vai achar se está

certo, se está errado, se é bom ou se é ruim, entendeu? Eu falo que eu peço um parecer, é usar da sua experiência em dados que você tem, que você já enxerga sobre aquilo; aí já é diferente.

ENTREVISTADOR – Bom, agora me fala um pouquinho, por favor, a respeito dos ganhos, não financeiros do investimento.

IA3 – Acho que assim, existe um ganho que eu digo para todo investidor, você deve fazer investimento lógico, para ganhar dinheiro, porque senão você mais não vai continuar, mais também deve fazer porque você tem prazer no que você está fazendo, ajudando a construir negócios, ver aquele negócio desenvolver. Então existe uma realização profissional, que o investimento hoje tem que te proporcionar; eu não vou investir em um negócio que não me traga isso também, não faz sentido.

ENTREVISTADOR – E o term sheet aborda esses ganhos não financeiros, esses prazeres?

IA3 – Não.

ENTREVISTADOR – É, a literatura aponta para você fazer um contrato com uma linguagem amigável, com vista em atingir objetivos financeiros, e não financeiros, bom então, são ganhos indiretos.

IA3 – É, não tem como você objetivar no contrato, porque no contrato vou colocar o que?, “Olha, você é obrigado a ...” você pode até colocar lá: “ Você tem que reportar periodicamente e tal”, mas não tem como: “Você é obrigado a deixar que eu participe conversando com você sobre ...”, não tem como fazer isso, não tem como, eu posso obrigar até mesmo na decisão, mas essa participação, ela ...

ENTREVISTADOR – Muito bem. Bom agora a respeito da introdução de um produto novo no mercado: estamos falando do risco tecnológico. Então, fale, por favor, a respeito do custo

benefício de uma *startup* realmente inovadora, você vai investir em um negócio que tem o potencial de mudar o mundo, em termos de ganhos e perdas, riscos ...

IA3 – Eu acho que o ganho assim, a potencial de retorno é, com certeza, multiplicado, não é qualquer negócio que seja “disruptivo”, você tem um potencial de ganho, mas o seu risco com certeza vai ser bem maior, porque tudo que é discutível, tem sem dúvida nenhuma, muitas mais variáveis a serem testadas e validadas. Então obviamente que isso vai te representar um risco maior, proporcionalmente maior.

ENTREVISTADOR – Uma alternativa seria familiarizar o consumidor com esse produto inovador?

IA3 – Eventualmente sim, vamos supor, umas coisas que eu gosto muito, que aqui no Brasil ainda é pouco usado, mas nos Estados Unidos está crescendo muito o cara tem lá o produto e fala: “Olha preciso de tanto dinheiro para fazer isso”, excelente, mas aqui ainda é desconhecido, não tem demanda.

ENTREVISTADOR – Bom, agora, depois do investimento feito, estou falando então da fase de monitoramento, o que cria valor em uma *startup*? Que medidas melhoram a sua possibilidade de saída com lucro quando chega o momento de desinvestir?

IA3 – O que cria valor no *startup* são efetivamente os seus resultados que você consegue gerar a partir das ações que você consegue implementar, pelo valor agregado que você possa eventualmente dar para esse *startup*, e o outro lado da moeda é, você evitar com que ela cometa erros que possam comprometer o resultado dela, acho que tem esses dois lados da moeda, um é você realmente ajudar na agregação de valor dela, mas sempre orientado a resultado, só interessa aquilo que vai gerar resultado no final das contas.

ENTREVISTADOR – Você foca na fidelização da marca?

IA3 – Você fala para o cliente final?

ENTREVISTADOR – Sim, com certeza.

IA3 – Uma das métricas que a gente usa muito é o engajamento, quanto o usuário está recorrentemente usando aquele produto, serviço, seja o que for.

ENTREVISTADOR – Isso do ponto de vista formal implica, em registro de domínio, imagino, depósito de marca etc.?

IA3 – Claro, isso é base.

ENTREVISTADOR – Bom, quanto à concorrência. Falando de risco de mercado, existe pressão da concorrência?

IA3 – Claro, obviamente você tem que ver se a *startup* tem uma vantagem competitiva sustentável em relação a essa concorrência existente, e com a futura também, tem que pensar, tem que usar um pouquinho bola de cristal.

ENTREVISTADOR – Se o produto precisar de melhorias, o anjo investe mesmo assim?

IA3 – Eventualmente sim, eventualmente a gente pode fazer uma rodada adicional, a gente vê que o negócio tem todos os indicativos que vai dar certo, mas precisa as vezes de algum complemento, alguma coisa assim.

ENTREVISTADOR – Mas em certa medida, não? Porque eu que lembro lá no começo, você falou que se for uma área que exige muito de pesquisas e desenvolvimento, que você não investiria...

IA3 – Ah não, mas aí a gente de cara já não entra, é... você falou melhoria né?

ENTREVISTADOR – É, melhoria, exatamente. Como a maturidade, ou a falta de maturidade pode influenciar o desempenho da *startup*?

IA3 – Olha, é importante> por exemplo, eu já tive um caso de empreendedores que justamente, que é um pouco imaturos, e apareceu um problema lá, que aparentemente para eles era muito grave, eles tomaram as decisões em função de imaturidade, foram muito a ferro e a fogo as coisas. Então esse é um problema sério, imaturidade é uma coisa que preocupa bastante, principalmente quando você não tem uma relação tão próxima, por isso que a relação próxima é muito importante também, porque aí para compensar isso justamente, tipo, apareceu um problema grave lá, liga para mim, bate um telefone: “Apareceu isso aqui, o que eu faço?”, a gente tem mais experiência, e compensa essa falta de maturidade que o empreendedor tem.

ENTREVISTADOR – Perfeito. Você foca na contratação de equipe de vendas?

IA3 – Eu, como investidor? Diretamente não.

ENTREVISTADOR – É uma preocupação sua? Depois de tomada a decisão de investimento, vamos alavancar a receita, preciso vender...

IA3 – A empresa precisa vender, assim, eu não vou ser, focar nisso, mas eu vou... primeiro assim, se eu vou investir em uma *startup* que tenha o cara, o empreendedor tenha já um perfil de negócios, senão eu já aprendi que não adianta, já investi em empresa que o cara não tinha perfil no negócio, achava que depois iria dar um jeito para resolver os problemas e não teve jeito. Então não adianta, eu não sou que vou focar, mas ele vai precisar dar um jeito.

ENTREVISTADOR – Você fornece mentoria e *feedback*?

IA3 – Sim, com certeza.

ENTREVISTADOR – Como?

IA3 – Reuniões periódicas com o empreendedor.

ENTREVISTADOR – Pode dar um exemplo?

IA3 – Depende de cada caso, com algumas *startups* tenho reuniões mensais, quinzenais, depende... tive casos que eu tinha semanalmente reuniões com os empreendedores, que era justamente para discutir, ver como estava evoluindo as coisas, justamente onde eu dava as minhas percepções, experiências, e as vezes ajudava a fazer coisas, contatos com os clientes, enfim, abria portas, esse tipo de coisa; reuniões periódicas, contato por e-mail, telefone, aí vai conforme a necessidade de demanda de cada *startup*.

ENTREVISTADOR – Isso, para o bem e para o mal também? Em termos de *feedback* por exemplo, com em estrutura mais formal de empresas, você é empregado de uma empresa, você recebe um *feedback* a cada 6 meses falando: “ Olha, ponto forte está aqui, ponto fraco está ali”, isso existe também?

IA3 – Existe, existe sim, a gente, por exemplo, as vezes o empreendedor começa a tomar uma postura, muito de postura, porque a gente acha que a postura dele não está sendo saudável, em vários aspectos, tinha vezes que o *feedback* era disso: “Olha cara não está legal, isso aí não é jeito que você está se comportando, perante os investidores, ou perante, não sei... Os problemas maiores que já enxerguei foram em relação aos próprios investidores, mas que no final a gente entende que é um reflexo do que ele age com outras pessoas. Então por isso que você tem que dar *feedback* claro para ele dizendo: “Olha, não está legal”.

ENTREVISTADOR – Em termos de risco operacional, como a escalabilidade da *startup* influencia os investimentos? Ela vai crescer, certo?

IA3 – Sim, tem que ser o requisito essencial para que seja escalável, seja um negócio escalável, se não for não adianta que, o investimento-anjo não se enquadra nela, pode ser até um bom negócio, mas não para investimento, não acho.

ENTREVISTADOR – E você participa do treinamento da equipe para atender a essa maior demanda?

IA3 – Diretamente no treinamento não, porque já é uma função mais operacional, mas na orientação dos empreendedores do que tem que ser feito, sim.

ENTREVISTADOR – Como a burocracia afeta o investimento?

IA3 – Olha, eu diria assim, que tem um aspecto razoável, tipo se ela se alonga muito, isso as vezes compromete algumas coisas, a empresa está queimando dinheiro, e às vezes queima mais tempo do que deveria porque coisas burocráticas não são resolvidas na velocidade que precisavam ser resolvidas. Então sem dúvida nenhuma é um problema.

ENTREVISTADOR – Sua equipe de confiança (por exemplo, advogados, contadores, *headhunters*) é chamada para auxiliar a *startup*?

IA3 – Não sempre, mais muitas vezes sim.

ENTREVISTADOR – Você participa de associações para melhorar o ecossistema do investimento-anjo?

IA3 – Sim. Basicamente assim, a gente faz a parte regulatória, a gente trabalha na proposição, esse é toda a parte legislativa mesmo, para a melhoria do ambiente, tanto para as empresas, quanto para os investidores, são proposições de leis mesmo, já tem uma lei tramitando no Senado Federal para estimular o investidor-anjo, e tem uns projetos de lei que estão em discussões para serem submetidos. Hoje tem um projeto de lei na Câmara que regulamenta essa questão da desconsideração da pessoa jurídica, inclui o aspecto de penhora, tem tudo isso aí, e está enfrentando a Câmara já faz bastante tempo já. Na realidade eram 2 projetos, unificaram o projeto agora, porque é uma questão... Essa é a principal barreira que o investidor enfrenta. Todo cara, primeira coisa que pergunta é isso: “ Mas se der uma coisa errada lá eu vou responder com o meu patrimônio pessoal? ”, a gente fala: “Olha, se você estiver com o nome em um contrato social, sim. Então vamos colocar outro nome, vamos dar um jeito aqui, fazer um contrato conversível”, essas coisas.

ENTREVISTADOR – Quais são os riscos de investir em conjunto com outros anjos?

IA3 – Os riscos são justamente decorrentes do relacionamento entre os investidores, você também tem que pré-estabelecer como é que vai ser esse sistema de relacionamento entre os investidores, entendeu?

ENTREVISTADOR – Os anjos falam entre si?

IA3 – Sim. Com alguma frequência sim, com certeza, os grupos que a gente investe juntos, a gente discute sobre a empresa, deveria ser o modelo correto, de você discutir entre nós, e depois ter uma colocação mais uniforme com o empreendedor, não ficar todo mundo falando, cada um falando uma coisa, aí é uma bagunça.

ENTREVISTADOR – O que a gente pode falar da equipe que é trazida pelo próprio empreendedor?

IA3 – Em que sentido?

ENTREVISTADOR – “Olha eu preciso de alguém para administrar, eu preciso de alguém para fazer a financeira, e preciso de alguém para vender, e eu preciso de alguém para tocar a parte técnica”. Normalmente o empreendedor, imagino, já traz essas pessoas, para você, portanto, qual é o risco dessas pessoas que são trazidas por ele? Você é avalia o empreendedor, mas e a equipe dele?

IA3 – É, avalio o empreendedor e os sócios dele na realidade, como eu te falei, para mim o empreendedor e os sócios dele tem que ter as competências essenciais, aí o resto... ele vai trazer pessoas auxiliares, e a gente busca de alguma forma, em coisas que são importantes, são essenciais, orientar como conduzir. Então até para assessoria, contratar um escritório de contabilidade, contratar um advogado, a gente indica, passa referência, mas para contratar um funcionário menos importante, é difícil você se envolver, agora se é um cara mais importante, a gente busca ajudar o empreendedor, achar a pessoa.

ENTREVISTADOR – Existe previsão de gasto com treinamento de pessoal?

IA3 – Depende do empreendedor. Normalmente não é alocado muito recurso nisso, porque a ideia é que você tenha pessoas que já tenham as competências necessárias, básicas; estou falando principalmente em relação ao treinamento formal, essa etapa está muito ligada à parte de execução. Então, às vezes, se eu vou trazer uma pessoa para formá-la, o prazo será muito longo, não dá, não que não exista o treinamento formal, mas é muito mais uma questão de se aprender na prática, muito mais informal.

ENTREVISTADOR – Ainda em relação à possibilidade da equipe poder ser fraca ou incompleta no primeiro momento, como a gente pode aprender com os erros da equipe?

IA3 – Ambiente de *startup*, por ser uma empresa pequena, normalmente os erros de qualquer um aparecem muito rapidamente. Então, se aquele erro é bem aprendido, tranquilo, o problema é quando você tenta esconder o erro, não se aprende com o erro, aí é um problema sério.

ENTREVISTADOR – Fale sobre essa questão do erro e aprendizado.

IA3 – Então, assim, na realidade, a *startup* é basicamente um experimento de tentativa e erro, o cara tenta uma coisa e não dá certo, tenta outra e não dá certo, aí em uma tentativa dá certo, essa que deu, ele vai seguir esse caminho.

ENTREVISTADOR – Seria o famoso “pivotar”?

IA3 – “Pivotar” é um termo que está usando muito para isso, exatamente. Então, agora o problema é quando o cara tenta uma coisa e não dá certo e ele continua insistindo na mesma coisa, aí é problema, aí o negócio morreu, porque está fora do fracasso. Então o erro não é ruim, eu falei: “O erro não te aparece muito rápido, o problema é as pessoas não perceberem”, já vi empreendedor que chegou para mim: “ É, eu estou tentando esse negócio já faz 5 anos”, eu falei: “ Mas o que você fez de diferente? Você também não fez nada diferente, em 5 anos você está indo pela mesma coisa, repetindo a mesma coisa ”. Não aprendeu.

ENTREVISTADOR – Você tem algum comentário final?

IA3 – Eu acho que de importante que a gente falou de mitigação de riscos; três coisas que eu acho importantes sobre isso: uma é aquela história, o investimento-anjo não é um processo tão formal, por exemplo, quando o feito por *venture capital*, em fundos e tal, há processos mais formais. Então ao mesmo tempo não faz muito sentido você investir em tantos processos formais até porque sai muito caro, se for contratar um consultor para fazer uma análise, às vezes o que a pessoa vai te cobrar é... não é todo o investimento, mais uma parte significativa do investimento. Então não faz muito sentido. Então às vezes eu penso o seguinte: a mitigação de risco do investimento-anjo sem dúvida nenhuma é menor que a que será feita por um fundo de investimento, mas também não pode ser nula; o básico você tem que avaliar. O limiar às vezes parece bem subjetivo, mas você tem que buscar achar esse ponto de equilíbrio, porque é implícito assim, é um investimento de risco. Então não adianta você querer mitigar todos os riscos que aí você não vai investir nada, ou vai te custar tão caro para investir, que é mais caro do que o valor do limite que você vai. Não faz o menor sentido né? É mais barato às vezes você tomar o risco, descobrir se aquilo vai dar certo ou não, do que tentar evitar o risco, acho que esse é o conceito principal, que eu já vejo que alguns investidores, eles vêm, principalmente

aqueles que vem de ambiente corporativo, normalmente você tem que mitigar ao máximo isso, porque no ambiente corporativo sai muito caro. Então justifica, “vou fazer um projeto aqui, vai custar 50 milhões, bom, vou gastar aqui 1, 2 milhões para vistorias”, faz todo o sentido do mundo, e então o cara as vezes chega, e começa a estender as expectativas: “Não, precisamos ver isso, analisar isso ... “ , eu falo: “Cara, calma, vamos pensar, o que você vai querer para fazer isso eu acho que custa mais caro do que o dinheiro que você vai colocar ali, coloca lá e vê se dá certo, sai mais barato”. Então esse aspecto é importante para os investidores terem percepção, principalmente esses que vem de um ambiente muito corporativo, vem de grandes empresas, é um outro ambiente.

ENTREVISTADOR – Só posso te agradecer muitíssimo pela excelente contribuição.