



## FÓRUM TEMÁTICO - PERSPECTIVAS EM EMPREENDEDORISMO

### MITIGAÇÃO DE RISCOS EM INVESTIMENTO-ANJO: MODELO CONCEITUAL E EVIDÊNCIAS QUALITATIVAS

#### MITIGATION RISK IN ANGEL INVESTMENT: CONCEPTUAL FRAMEWORK AND QUALITATIVE EVIDENCES

#### REDUCCIÓN DEL RIESGO DE INVERSIÓN - ÁNGEL: MODELO CONCEPTUAL Y EVIDENCIAS CUALITATIVAS

**João Burke, MSc**

Vainer e Villela Advogados/Brazil  
[joaoburke@gmail.com](mailto:joaoburke@gmail.com)

**Edson Ricardo Barbero, Dr.**

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado/Brazil  
[ebarbero@fecap.br](mailto:ebarbero@fecap.br)

**Gustavo Hermínio Salati Marcondes de Moraes, Dr.**

Universidade Estadual de Campinas/Brazil  
[gustavo.salati@fca.unicamp.br](mailto:gustavo.salati@fca.unicamp.br)

**Marcos Hashimoto, Dr.**

Faculdade do Campo Limpo Paulista/Brazil  
[prof.hashimoto@uol.com.br](mailto:prof.hashimoto@uol.com.br)

#### RESUMO

O objetivo desse trabalho é propor modelo de entendimento dos riscos e modos de mitigação disponíveis aos investidores-anjos para investimentos em *startups*, com relevância no contexto do Empreendedorismo. A contribuição deste artigo consiste na proposição de quadro resumo de riscos e mecanismos correspondentes de mitigação apontados pela literatura, com sugestão de classificação conforme fases do Investimento-Anjo e domínio de risco preponderante. Com base no referido quadro, realizou-se pesquisa qualitativa com três investidores-anjos brasileiros experientes, seguindo roteiro semiestruturado, cujos dados empíricos foram cruzados com as teorias pertinentes. A técnica de análise de dados foi a análise de conteúdo. Quanto aos resultados, conclui-se que os entrevistados revelaram preocupações mais frequentemente relacionadas aos riscos de domínio operacional. Quanto aos 38 mecanismos de mitigação agrupados no presente trabalho, a maioria das estratégias é corroborada pela prática dos entrevistados.

**Palavras-chave:** Empreendedorismo; Investimento-Anjo; *Startup*; Risco.

#### ABSTRACT

The goal of this paper is to propose a model of understanding of risks and mitigation mechanisms available to angel investors for investments in startups, which is relevant in the context of Entrepreneurship. This paper contribution consists in the proposition of a chart summarizing risks and relevant mitigation mechanisms pointed by literature, with the suggestion of classification according to the phases of Angel Investment, and the most prominent risk domain. Based on such chart, a qualitative research took place with three experienced Brazilian angels, in accordance with a semi structured script, whose empirical data were crossed with the relevant theories. Data analysis technique is content analysis. In terms of results, interviewed angels have more frequently addressed operational risks. In what refers to the 38 mitigation risk mechanisms gathered in this paper, most of the strategies are present in the practices adopted by the interviewed angels.

**Keywords:** Entrepreneurship; Angel Investment; *Startup*; Risk.



## RESUMEN

El objetivo de este trabajo es proponer modelo de comprensión de riesgos y modos disponibles de mitigación para los inversores ángel para invertir en *startups*, que son relevantes en el contexto de Emprendedorismo. La contribución de este trabajo es la tabla resumen de los riesgos de proposición y mecanismos de mitigación correspondientes mencionadas en la literatura, que se clasifica según las fases de la inversión-Angel y gran zona de riesgo. Sobre la base de este marco, hubo una investigación cualitativa con tres experimentados inversores Ángel brasileños, con guión de entrevista semiestructurada, cuyos datos empíricos se cruzaron con las teorías pertinentes. La técnica de análisis de los datos fue el análisis de contenido. En cuanto a los resultados, se concluye que los encuestados revelaron preocupaciones más frecuentemente relacionadas con el ámbito del riesgo operacional. En cuanto a los 38 mecanismos de mitigación agrupados en este trabajo, la mayoría de las estrategias se ve adoptada por la práctica de los encuestados.

**Palabras clave:** Emprendedorismo; Inversión Ángel; *Startup*; Riesgo.

## 1 INTRODUÇÃO

Os temas Emprendedorismo e Investimento-Anjo são relevantes no atual contexto brasileiro. Estudos indicam o crescimento da atividade empreendedora no país (SEBRAE, 2014). Entretanto, os recursos próprios do empreendedor são muitas das vezes insuficientes para o desenvolvimento de sua *startup*. De acordo com Freear, Sohl e Wetzel (2002), há ausência de disponibilidade de recursos semente do fundador, familiares e amigos (até US\$100.000) e os investimentos feitos por fundos de *venture capital* (a partir de US\$2.000.000). Neste sentido, uma alternativa de financiamento para empresas *startup* é o Investidor-Anjo (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006; ROBB; ROBINSON, 2010; SHANE, 2012).

O Investimento-Anjo brasileiro cresceu 11% em 2014, tendo alcançado R\$688 milhões entre julho de 2013 e junho de 2014 (MARTINS, 2014). O número de investidores subiu 9% (de 6.450 em 2013 para 7.060 em 2014), sendo o potencial de Investimento-Anjo no Brasil da ordem de R\$2,9 bilhões (MARTINS, 2014). O Investimento-Anjo é uma atividade de risco. Por exemplo, nos Estados Unidos, menos de 20% das *startups* são capazes de restituir ao Investidor-Anjo o capital por ele investido (WILTBANK, 2005). Para D'Ascenzo (2009, p. 6) "[...] os investidores requerem uma fonte viável e sustentável de negócios recorrentes para assegurar a maior diversidade e qualidade de negócios dentre os quais escolher."

Na literatura, há estudos sobre critérios mais frequentemente adotados por investidores-anjos para selecionar seus investimentos em *startups* (Freear, Sohl e Wetzel, 2002), porém o estudo a respeito do risco em Investimento-Anjo ainda é incipiente. Há trechos sobre riscos em *startups* dispersos na literatura, porém não foi encontrada nenhuma referência à aglutinação sistemática de tais fragmentos.

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*, que são empresas 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 o maior desenvolvimento da atividade no Brasil (BOTELHO; DIDIER; RODRIGUEZ, 2006). 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.

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 importância de estudos acadêmicos sobre o Investidor-Anjo é apontada por Sohl (2003), para quem o mercado de Investimento-Anjo é subentendido,

ineficiente e pouco pesquisado. A resposta para diversas questões a respeito de Investimento-Anjo exigirá estudos sistemáticos e criativos (FREEAR; SOHL; WETZEL, 2002).

Diante deste quadro, o objetivo da pesquisa consiste em propor modelo de mitigação de riscos enfrentados por investidores-anjos brasileiros em seus investimentos em startups. Tal objetivo é perseguido com base em duas questões de pesquisa:

Questão 1: Quais são e como se estruturam os mecanismos de mitigação de risco para Investimento-Anjo dispersos na literatura?

Questão 2: De que forma os investidores-anjos percebem e aplicam os modos de mitigação de risco presentes na literatura?

A combinação dos aspectos teóricos abaixo resumidos com as entrevistas conduzidas em pesquisa qualitativa 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.

## 2 REVISÃO TEÓRICA

Empreendedorismo é o processo pelo qual empreendedores percebem oportunidades e agem para criativamente organizar transações entre fatores de produção para, com isso, criar valor (JONES, 1992). O empreendedor é, portanto, um organizador de incertezas (KNIGHT, 1921). Ao organizar 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).

### 2.1 Riscos em Investimento-Anjo

Em razão da diferença de qualidade de informação detida por empreendedor e investidor, há o risco de a decisão de investimento ser tomada pelo anjo com base em vieses comportamentais (YOSHINAGA, OLIVEIRA, SILVEIRA, BARROS, 2008), ou 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). Assim, o Investidor-Anjo não está motivado apenas por aspectos financeiros, mas também por elementos não financeiros, como, por exemplo, ter a satisfação de reaplicar suas experiências anteriores em novos negócios (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008).

Contra o risco de decisão enviesada, a literatura pesquisada recomenda que o anjo se encontre algumas vezes com o empreendedor, invista mais em *due diligence* e análises financeiras, bem como peça opinião de consultores independentes, antes de decidir investir (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). 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 excessivamente otimistas (VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000). Elaborar contratos com linguagem simples e com referência direta aos ganhos não financeiros almejados pelo Investidor-Anjo também é forma de mitigação do risco decorrente da assimetria de informação (IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008).

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). O “principal” (sócio) outorga mandato ao “agente” (empreendedor ou 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). 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). Um dos problemas apontados pela Teoria da Agência é o risco moral (GONZAGA; YOSHINAGA; JUNIOR, 2013), 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 daquelas a que estavam destinados (ELITZUR; GAVIOUS, 2003). Há também a possibilidade do empreendedor tomar decisões em benefício próprio, em detrimento da sociedade (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001).

Para Brealey, Leland e Pyle (1977), o investidor poderá se convencer de que o agente (agindo como empreendedor, administrador ou os dois) possui informações superiores de um excelente projeto e que, mesmo assim, está disposto a ceder participação, desde que perceba um grande comprometimento do empreendedor na *startup*, como, por exemplo, se o empreendedor estiver disposto a investir boa parte do seu patrimônio nesse projeto, tal atitude sinalizará ao investidor que aquele é um bom investimento. Se o empreendedor aloca ao projeto patentes que eventualmente possui (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013), marcas de comércio (BLOCK et al., 2014), 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). O depósito de patentes também seria um sinal positivo para investidores externos (CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013), o que pode favorecer uma Oferta Pública de Ações no futuro, venda para fundos de *private equity* (BLOCK et al., 2014) ou outras estratégias de saída. Como resumem Kaplan e Strömberg (2001), podem ser adotadas as recomendações aplicáveis aos contratos financeiros: contratar, selecionar e monitorar investimentos, com divisão da alocação entre fluxos de caixa e poderes de controle, de modo a incentivar o bom comportamento do empreendedor (agente). Antes de tomar a decisão de investir, o investidor pode coletar informações e excluir projetos não-lucrativos e empreendedores ruins. Por último, o investidor pode monitorar as informações de desempenho. Cláusulas de não-competição e *vesting* (direitos serão adquiridos conforme as metas são atingidas) também são sugestões de mitigação.

Há que se ressaltar, contudo, que o Investimento-Anjo possui a característica de *smart-money*, portanto, ao buscar o Investimento-Anjo, o empreendedor almeja a contribuição do anjo em termos de experiência e rede de relacionamentos (D'ASCENZO, 2009).

Quanto à seleção de investimentos, o anjo exige que o empreendedor agregue um bom time e seja capaz de executar as ideias. Ao menos em investimentos de *venture capital*, o risco de gerenciamento é um dos mais altos apontados por pesquisas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Se o risco for alto, o investidor exigirá maior percentual de direito a voto, como forma de proteção (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). Para financiamento; faz-se necessário reunir uma boa equipe, em que o investidor possa confiar e investir (SUDEK, 2006). Para incentivar o empreendedor a bem desempenhar papel de administrador, existem incentivos financeiros, como bônus, *stock options* (JONES, 1992) e similares. Posteriormente à contratação, recomenda-se que o investidor ativamente forneça conselhos e ajude na contratação de profissionais para o time administrativo. O investidor

poderá deixar de investir se constatar que terá demasiado envolvimento com questões administrativas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001). O Investidor-Anjo pode contribuir mitigar dificuldade de obtenção de receita por uma empresa recém-formada ao promovê-la perante seus colegas (KIM; VONORTAS, 2014).

Investimentos enfrentam obstáculos burocráticos (RAMADANI, 2009); no cenário judicial brasileiro, com o advento de ferramentas de bloqueio automático como BACENJUD; DETRANJUD, juízes têm poderes para executar, de plano, a penhora de ativos dos sócios de uma sociedade devedora (RAYMUNDO; RAYMUNDO, 2012). A insegurança jurídica é apontada (ARRUDA; NOGUEIRA; COSTA, 2013) como desestímulo ao investimento em empreendimentos de maior risco.

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). Paralelamente, a burocracia pode ser confrontada através de educação para Empreendedorismo e participação de associações para melhorar o ecossistema do Investimento-Anjo (LA ROVERE; VILARINHOS; DE SOUZA, 2015).

## 2.2 Fases do Investimento-Anjo e Domínios de Risco

O fluxo do Investimento-Anjo através de um grupo de investidores, estudado por D'Ascenzo (2009), foi utilizado como base para identificação das fases necessárias ao Investimento-Anjo. Referido autor o divide em cinco fases operacionais estratégicas.

A fase de Governança antecede e permeia todas as demais fases. Trata-se do conjunto de mecanismos voltados a assegurar que a estratégia, os processos negociais e o financiamento estejam de acordo com as regras pré-estabelecidas. O zelo pela Governança advém do Comitê Executivo (D'ASCENZO, 2009).

A fase de Seleção de Investimento consiste na identificação de negócios potenciais, a partir do interesse de *startups* em obter financiamento. Tal fase passa pelos processos de pesquisa, aproximação e análise das *startups* (D'ASCENZO, 2009).

A fase de *Due Diligence* ocorre após ter havido a seleção de *startup* com potencial para receber o investimento-anjo. Nesta fase são efetuadas as análises de dados para verificação de contingências (D'ASCENZO, 2009).

A fase de Decisão de Investimento consiste no exercício ou não da escolha de seguir com o investimento-anjo. Assim, se não houver severas restrições apontadas na *due diligence*, o Investidor-Anjo pode decidir investir na *startup* selecionada (D'ASCENZO, 2009).

Por fim, a fase de Monitoramento após o Investimento consiste no conjunto de medidas voltadas ao acompanhamento do desenvolvimento da *startup*. Considerando que o Investidor-Anjo aporta capital, conhecimento e *networking*, é de seu interesse acompanhar o desempenho da *startup* (D'ASCENZO, 2009).

No que se refere aos domínios de risco, o presente estudo adota a classificação de Kim e Vonortas (2014), dividida em quatro categorias. O Risco Operacional é um termo vasto, que abrange desafios decorrentes de pessoas, sistemas e processos de uma empresa. Tal domínio também pode abranger riscos de fraudes, risco legal, risco de fornecimento, risco ambiental, dentre outros, sendo que o principal é o risco humano (KIM, VONORTAS, 2014)

O risco financeiro corresponde à perda tangível que os investidores podem sofrer se o investimento não tiver êxito, bem como todos os riscos relativos à liquidez, exposição à variação cambial e outros tipicamente

financeiros. No que tange às pequenas e médias empresas, não existem bons modelos de avaliação de risco de crédito, segundo os autores (KIM; VONORTAS, 2014).

O Risco de Mercado envolve a aceitação do produto pelos consumidores, bem como as medidas potenciais dos competidores, condição e evolução do mercado. Mudanças no ambiente competitivo são parte do Risco de Mercado, devendo-se analisar quem são os competidores, quais produtos eles oferecem, suas vantagens competitivas, estratégias e táticas (KIM; VONORTAS, 2014).

O Risco Tecnológico relaciona-se ao produto, à tecnologia de produção e à propriedade intelectual. A tecnologia fornecida por uma *startup* é, frequentemente, algo que ainda não foi testado, portanto seu desenvolvimento pode levar mais tempo do que o esperado, havendo também o risco da tecnologia ser superada por competidores. Assim, o Risco Tecnológico abrange a potencial incapacidade da *startup* de entender completamente ou prever mudanças na complexidade do ambiente tecnológico (KIM; VONORTAS, 2014).

O foco da estratégia de mitigação é reduzir a probabilidade de um risco de forma preventiva (ZUR MÜHLEN; ROSEMAN, 2005). Em resumo, “a mitigação de risco é uma metodologia sistemática usada pelo gerenciamento sênior para reduzir risco organizacional” (PELTIER, 2004, p. 51).

### 3 MÉTODO

O presente trabalho é qualitativo e exploratório. Foi estruturado em duas fases: inicialmente, procedeu-se ao levantamento bibliográfico, através das bases Scholar Google, Proquest e Scielo, bem como a partir das referências encontradas nos próprios textos localizados nestas bases. A partir destes textos, a revisão bibliográfica consistiu na seleção e na identificação de riscos referentes ao investimento-anjo ou aplicáveis aos investimentos similares, como *venture capital*. Os mesmos textos foram analisados, com a finalidade de se identificar mecanismos de mitigação para os riscos apontados pelos mesmos autores. Assim, foram identificados 38 trechos referentes aos riscos e mecanismos de mitigação na literatura selecionada, que foram referenciados e ordenados em quadro, com breve descrição.

O presente estudo propõe a classificação dos 38 riscos localizados na literatura, com base nas fases características do Investimento-Anjo (D’ASCENZO, 2009) e também com base no domínio preponderante de risco (KIM; VONORTAS, 2014).

A segunda fase do trabalho consistiu em estudo empírico qualitativo, voltado à análise da correspondência dos fragmentos encontrados na literatura com a prática de investidores-anjos brasileiros. Justifica-se tal análise em razão de inexistirem modelos similares ao ora proposto, portanto a análise qualitativa permitiu maior profundidade na discussão de cada um dos tópicos. Portanto, para fins qualitativos, foram entrevistados três anjos brasileiros, cujas características são compatíveis com o perfil de investidores-anjos estrangeiros, pesquisado por Van Osnabrugge e Robinson (2000), como se demonstra no Quadro 1.

Quadro 1 – Perfil dos Entrevistados

	Idade	Atividade como Investidor-Anjo	Atividade como Empreendedor	Origem dos recursos investidos	Número de investimentos	Investe em conjunto
<b>Anjo 1</b>	53 anos	3 anos.	14 anos.	Profissão e empreendimentos	8 investimentos.	Sim.
<b>Anjo 2</b>	52 anos	15 anos.	19 anos.	Profissão e empreendimentos	10 investimentos.	Sim.
<b>Anjo 3</b>	47 anos	5 anos.	25 anos.	Empreendimentos	11 investimentos	Sim.
<b>Perfil médio dos anjos no exterior</b>	49 anos	75% dos anjos possuem 3 ou mais anos de experiência nessa atividade.	Entre 78% e 83% dos anjos possuem diversos anos de experiência empreendedora.	75% investem recursos de empreendimentos.	45% dos anjos investem em mais de 7 empresas.	75% dos anjos investem em conjunto

Fonte: elaborado pelos autores.

O primeiro entrevistado relata ter fundado escola de informática com baixo investimento e tê-la vendido após um ano e meio pelo equivalente a um apartamento. Após 3 décadas em empresas próprias e de terceiro, passou a se dedicar ao Investimento-Anjo, sendo que investe ativamente em oito e acompanha 12, através de grupo de anjos do qual participa. O segundo entrevistado é pós-graduado em Finanças e Marketing, teve experiência de 30 anos no mercado financeiro e se dedica aos próprios negócios desde 2013. É Investidor-Anjo de 10 empresas diferentes, através de grupo de anjos. O terceiro entrevistado é fundador da entidade de fomento ao Investimento-Anjo a que pertence. É ativo desenvolvedor do ecossistema do Investimento-Anjo. Atuou como Investidor-Anjo em 11 empresas e mantém ativos oito investimentos.

As entrevistas foram efetuadas individualmente, com duração aproximada de duas horas cada, entre 17 de março e 18 de maio de 2015. Um roteiro semiestruturado de perguntas foi elaborado com base na literatura colacionada ao presente estudo. Por se tratar de estudo qualitativo, nesta fase, a fala dos entrevistados era privilegiada, de modo que também fosse propiciado ao entrevistado trazer elementos de riscos não identificados na fase anterior de revisão bibliográfica. As transcrições estão disponíveis na dissertação de mestrado que originou o presente estudo.

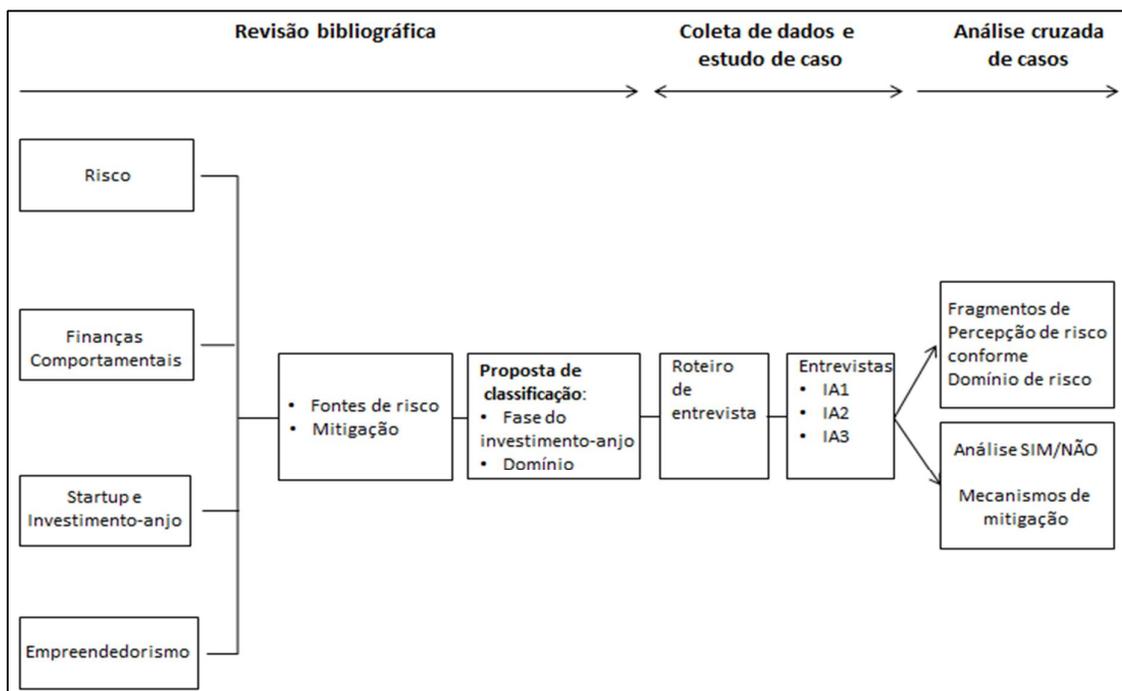
As perguntas partiam de elementos genéricos a respeito de cada um dos riscos ora apontados, buscando incentivar que cada entrevistado discorresse de forma livre sobre riscos por ele percebidos. Uma vez identificado o risco, o entrevistado era convidado a responder se concordava ou não com o modo de mitigação de risco correspondente apontado pela literatura. Os fragmentos de percepção de risco expressados pelos entrevistados foram classificados com base no domínio de risco preponderante, conforme as categorias de Risco Operacional, Risco de Mercado, Risco Financeiro e Risco Tecnológico (KIM; VONORTAS, 2014).

Complementarmente, das respostas fornecidas pelos entrevistados foram extraídos os trechos de concordância, que foram então classificados em termos binários de concordância ou não com o modo de mitigação apontado pela literatura. Demazière e Dubar (1987) propõem metodologia de análise de discursos que inclui estruturas de significação binária (por exemplo, ‘gosto’ e ‘não gosto’); a criação de tipologia é elementar ao trabalho de análise de conteúdo e permite a organização de materiais e a sua classificação (GUERRA, 2006).

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). Dos resultados obtidos nas entrevistas, foram agrupados os mecanismos que disfrutaram de concordância total e parcial. Os demais mecanismos localizados na literatura e não prestigiados pelos entrevistados (discordância parcial e discordância total) também compõem o presente modelo.

Resumidamente, o trabalho seguiu o roteiro contemplado na Figura 1:

Figura 1- Roteiro do Trabalho



Fonte: elaborado pelos autores

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Os entrevistados revelaram ter, preponderantemente, expressado percepção de riscos operacionais. Foram identificadas 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/Gênesis-PUC/RJ a respeito do investidor-anjo brasileiro e sua relação com empreendedores (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 (CALVOSA; FREITAS, 2008).

Quanto aos mecanismos de mitigação ora compilados, do total de 38 mecanismos de mitigação, 26 obtiveram concordância de três ou dois dos entrevistados. Os mecanismos de mitigação que não foram apontados como correspondentes à sua prática por pelo menos dois dos entrevistados foram excluídos do modelo ora proposto.

Com base nas respostas total ou parcialmente favoráveis dos entrevistados aos mecanismos de mitigação ora relacionados, foi elaborado o modelo de mitigação de risco em Investimento-Anjo, conforme Quadro 2, dividido nas cinco fases do Investimento-Anjo.

Quadro 2 - Modelo de mitigação de risco em investimento-anjo  
2A – fase do investimento-anjo: governança

DOMÍNIO DE RISCO	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Operacional	Disponibilidade de tempo do anjo.	Reuniões e reportes financeiros periódicos; eleger investidor líder que resumirá o status do investimento para seus pares.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 194-199.
Operacional	Empreendedor e anjo podem possuir diferente tolerância ao risco.	Confirmar se empreendedor analisou o anjo antes de pedir investimento.	(D'ASCENZO, 2009) p. 155.
Operacional.	Anjo pode investir de modo não profissional ou sem experiência.	Recomenda-se ao anjo inexperiente que participe de associações de anjos.	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 38.
Operacional.	A curva de aprendizado do investimento-anjo é custosa.	Conduzir <i>due diligence</i> mais detalhada, ter menos pressa de investir, definir melhor os termos do contrato de investimento-anjo ( <i>term sheet</i> ).	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 211.
Operacional.	Inexperiência do empreendedor para conduzir o negócio.	Fornecer mentoria e <i>feedback</i> ; influenciar decisões estratégicas.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 212.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O Quadro 2A destaca que a Governança permeia todo o Investimento-Anjo. Como definido por D'Ascenzo (2009), a governança requer comitê executivo, cuja função é assegurar que a estratégia, os processos negociais e o financiamento estejam de acordo com as regras pré-estabelecidas.

Os entrevistados destacaram a importância do anjo acompanhar seus investimentos. Um dos entrevistados afirmou “[...] 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.” A existência de um investidor-líder também é destacada: “Normalmente no grupo a gente costuma eleger alguém que seja um líder do grupo que é um cara (sic) que vai ter o contato mais no dia a dia, essa é a forma que a gente busca usar.”. Os anjos julgam ser importante que o empreendedor saiba selecionar seu investidor: “[...] 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.”

Quanto ao Investimento-Anjo em grupo, destaca-se: “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.”

A ausência de pressa para investir é destacada: “[...] 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’”.

Por fim, o *feedback* e a mentoria são elementos essenciais do Investimento-Anjo: “[...] 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 os erros que a gente já cometeu ou ache portas que ajudem a acelerar o processo de crescimento dele”.

## 2B – Fase do investimento-anjo: seleção de investimento

DOMÍNIO DE RISCO	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Financeiro.	Falta de diversificação.	Investimento em grupo; investir em mais de uma <i>startup</i> (diversificação de portfólio).	(D’ASCENZO, 2009) p. 158-159.
Financeiro.	Decisão influenciada por vieses comportamentais.	Encontrar-se algumas vezes com o empreendedor antes de partir para a <i>due diligence</i> ; checar com terceiros antes de investir.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 158.
Financeiro.	Decisão influenciada por vieses comportamentais.	Analisar as projeções financeiras; solicitar referências sobre o empreendedor.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 160-161.
Operacional.	Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Avaliar quanto o empreendedor está investindo de recursos próprios.	(MYERS; MAJLUF, 1984) p.17.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A seleção do investimento é a primeira fase do Investimento-Anjo, ou seja, o processo de investimento-anjo tem início com a escolha de negócios potenciais, a partir do interesse de *startups* em obter financiamento (D’ASCENZO, 2009).

Nesta fase, a diversificação é apontada como mecanismo útil à mitigação de risco: “[...] 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 nesse sentido.” Outro entrevistado, contudo, destaca que prefere investir em modelos de negócio já validados: “eu só invisto nesses negócios como Investidor-Anjo, invisto em negócios em que já foram validados os modelos de negócios [...] e já tem uma rampa inicial de geração de resultados”.

A influência de vieses comportamentais na tomada de decisão (como, por exemplo, excesso de confiança do investidor) é mitigada com análise mais profunda da tese de investimento: “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 [...]”.

A obtenção de referências sobre o empreendedor, em conjunto com a análise de projeções financeiras, pode evitar surpresas futuras: “Primeiro, pelo que ele já executou até aquele momento com os seus recursos próprios, eu acho que é uma prova de execução. [...] Segundo, vai ter uma coisa que é meio subjetiva, mas é meio de *feeling*. [...] Sim, a gente espera que ele tenha o mínimo de planejamento orçamentário, até para justificar o quanto de capital que ele vai precisar”.

No que se refere à possibilidade do empreendedor possuir mais informações do que o investidor, destaque-se que o compromisso financeiro e pessoal do empreendedor com a *startup* é um sinal relevante para o investidor: “Lógico que isso importa, sem dúvida nenhuma. Se ele já colocou um volume significativo é sinal que ele acredita na ideia dele.” Como definiu outro entrevistado: “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.”

### 2C – Fase do investimento-anjo: *due diligence*

DOMÍNIO DE RISCO	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Operacional.	Confiança do empreendedor no investidor.	Melhorar comunicação.	(BAMMENS; COLLEWAERT, 2012) p. 5.
Financeiro.	Falta de experiência do anjo.	Empreendedor deve selecionar anjos com familiaridade com o ramo da sua <i>startup</i> .	(D’ASCENZO, 2009) p. 155.
Operacional.	Falta de experiência do anjo.	Associação com anjos mais experientes.	(D’ASCENZO, 2009) p. 155.

Fonte: elaborado pelos autores.

O Quadro 2C trata de riscos relacionados à *due diligence*, fase esta que consiste na coleta e análise de dados para verificação de contingências. (D’ASCENZO, 2009).

Nessa fase, empreendedores e investidores devem investir na comunicação: “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”.

Cabe ao empreendedor exigir que os anjos tenham afinidade com o tipo de investimento, para diminuir o risco de mercado, já que o anjo foca no risco do negócio em si: “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.”. Por fim, a associação com anjos mais experientes ajuda a mitigar o risco decorrente da falta de experiência de determinado anjo: “Como eu aprendo você não tem ideia!”.

## 2D – Fase do investimento-anjo: decisão de investimento

DOMÍNIO DE RISCO	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Financeiro.	Dificuldade de obter receitas.	Utilização de networking para promover vendas.	(KIM; VONORTAS, 2014), p. 463.
Financeiro.	Alta expectativa de retorno do investimento.	Desinvestir quando a <i>startup</i> atingir o retorno esperado.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 203-210.
Financeiro.	Indefinição sobre o término do investimento.	Estratégia razoável de saída.	(SUDEK, 2006) p. 101.
Financeiro.	Risco do empreendedor agir em interesse próprio.	Liberar recursos conforme metas atingidas.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000), p. 181.
Operacional.	Escassez de tempo do anjo para fornecer mentoria.	Procurar outra oportunidade.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000) p. 202.
Operacional.	Equipe fraca ou incompleta.	Completar o time com executivos experientes.	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5.
Operacional.	Personalidade difícil do empreendedor.	Completar o time com executivos experientes.	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) p. 5.
Operacional.	Excesso de confiança do anjo em sua capacidade de selecionar <i>startups</i> .	Indicações de investimento a partir de advogados e consultores ' <i>network of trust</i> '.	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 27.
Operacional.	Não conseguir atingir ganhos de satisfação pessoal.	Contrato com linguagem amigável, com vistas a atingir objetivos financeiros e não-financeiros.	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008) p. 47.

Fonte: elaborado pelos autores.

O Quadro 2D trata da fase de decisão de investimento. Como o nome indica, é a fase em que o investidor toma a decisão de ingressar ou não no investimento. Se não houver severas restrições apontadas na *due diligence*, o Investidor-Anjo pode decidir investir; (D'ASCENZO, 2009).

Dada a característica de *smart-money* do Investimento-Anjo, o aporte de rede de relacionamentos pelo investidor ajuda a mitigar o risco de poucas vendas no início do empreendimento: “[...] faço uma divulgação sempre, faço, peço para o pessoal: Gente, usem, indiquem para usar, comprem’, com certeza”.

A decisão de desinvestir quando a *startup* atingir o retorno previsto pode ajudar o anjo a não enfrentar os riscos decorrentes de um empreendimento se tornar muito grande e, assim, exigir dedicação demais: “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 coisa, que está dando o que esperava, tudo.” Outro entrevistado, contudo, relativiza tal posição: “*Case by case*. Eu acho que depende qual é a situação.”

Se for adotada a decisão de desinvestir, é importante contar com uma estratégia: “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.”

Quanto à possibilidade do empreendedor usar recursos do anjo para finalidades pessoais ou que não favoreçam a *startup*, é importante que os recursos não sejam disponibilizados de uma só vez, mas em parcelas atreladas a metas: “O risco existe, por isso nós usamos um conceito de *tranches* [...] para que o investidor não receba esse dinheiro e fique com o dinheiro parado lá.”

Se o investimento não estiver maduro e exigir muito tempo do anjo para se desenvolver, pode ser melhor nem investir neste momento: “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”.

O anjo pode contornar riscos decorrentes de empreendedores com personalidade difícil ou equipes incompletas ao auxiliar na contratação de profissionais experientes, desde que os números se justifiquem: “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*”.

No que se refere ao risco do anjo tomar decisão de investimento com base em razão e emoção, o auxílio de consultores de confiança pode ser benéfico: “Sim. Nós temos um grupo de advogados, *legal team*, e muitas vezes a gente leva até em algumas reuniões de avaliação para avaliar riscos”.

Por fim, a garantia de que os investimentos permitirão a busca por ganhos financeiros e não-financeiros (como satisfação pessoal) pode passar pela elaboração de contratos simples: “É fácil. A gente trabalhou muito tempo para ter um contrato (com linguagem amigável)”.

## 2E – Fase do investimento-anjo: monitoramento pós-investimento

DOMÍNIO DE RISCO	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Financeiro.	Descuidar da possibilidade de venda futura do investimento anjo.	Registro e fortalecimento de marcas.	(BLOCK et al., 2014) p. 32.
Mercado.	Risco de ser superado pela concorrência.	Melhoria contínua, pesquisa e desenvolvimento.	(KIM; VONORTAS, 2014) p. 463.
Operacional.	Consumo de recursos com aspectos legais.	Apoio de advogados, contadores e <i>headhunters</i> .	(DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2003) p. 691.
Operacional.	Tempo gasto com burocracia.	Educação estratégica para o empreendedor; interação com órgãos governamentais e universidades.	(LA ROVERE; VILARINHOS; DE SOUZA, 2015) p. 65
Operacional.	Dificuldade de investimento em grupo.	Reuniões periódicas de <i>feedback</i> .	(D’ASCENZO, 2009) p. 154.

Fonte: elaborado pelos autores.

O Quadro 2E aborda a fase de monitoramento pós-investimento, em que o Investidor-Anjo auxilia no desenvolvimento da *startup*. É a fase de trabalho em parceria do Investidor-Anjo e dos empreendedores.

Corresponde à execução do investimento, momento em que o Investimento-Anjo se consolida, pois o anjo aporta capital, conhecimento e *networking* para favorecer a startup, portanto precisa acompanhar o seu desempenho (D'ASCENZO, 2009).

Nesta fase é fundamental que sejam fortalecidas as marcas, como forma de se favorecer a possibilidade de venda do investimento: “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.”

O enfrentamento da concorrência passa por processos de melhoria contínua, pesquisa e desenvolvimento: “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*.”

No que se refere à complexidade do arcabouço legal e contábil, o apoio de advogados, contadores e *headhunters* favorece a *startup*: “[...] 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 *startup*. São empresas, pessoas de confiança e quem tem um *pricing* apropriado para a *startup* também”.

A burocracia brasileira preocupa os investidores-anjos, que encontram na educação estratégica e na interação com órgãos governamentais a estratégia para diminuí-la ou enfrentá-la: “Nesse grupo de anjos já realizamos um grande evento e temos feito uma série de outras iniciativas periodicamente. Reuniões, fóruns com grupos de empreendedores”.

Finalmente, o constante monitoramento do progresso de investimento, através de reuniões periódicas de feedback, auxilia na diminuição do risco de dispersão e de perda de foco dos investidores que agem em grupo: “Sim, a gente se reúne para avaliar novos projetos a cada 6 semanas e para fazer revisão nos projetos já investidos”.

O Quadro 3 contempla os modos de mitigação apontados pela literatura, mas que não encontraram apelo junto aos entrevistados.

Quadro 3 – Mecanismos de mitigação não aderentes às práticas dos investidores-anjos entrevistados

F A S E	D O M Í N I O	ELEMENTO CAUSADOR DE RISCO	ESTRATÉGIA DE MITIGAÇÃO	FONTE
Governança	Operacional	Distância geográfica.	Investimentos locais ' <i>one hour drive</i> '.	(IBRAHIM; ROGERS; EV, 2008, p. 28)
		Assimetria de informação detida pelo empreendedor.	Melhorar comunicação no Term Sheet, com previsão de deveres específicos de informação.	(KIM; VONORTAS, 2014, p. 458)
Seleção do	Financeiro	Decisão influenciada por vieses comportamentais.	Pedir opiniões de terceiros independentes.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000, p. 159)
		<i>Business plan</i> fraco.	Solicitar <i>business plan</i> com projeções financeiras.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000, p. 160-161).

Due Diligence	Operacional	Necessidade de criação de valor para propiciar venda para <i>private equity</i> ou outra forma de <i>exit</i> .	Patentes como sinais positivos para investidores.	(CONTI; THURSBY; THURSBY, 2013, p. 30).
		Tecnologia nova e não testada.	Entrevistar o criador, se possível em conjunto com um expert independente.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000, p. 167)
	Motivação do empreendedor.	Ferramentas de estímulo, como <i>stock option</i> , <i>bônus</i> etc.	(JONES, 1992, p. 755).	
Decisão de investimento	Financeiro	Retorno do investimento.	Prever tempo para desinvestimento.	(VAN OSNABRUGGE; ROBINSON, 2000, p. 202).
	Tecnológico	Introdução de novo produto no mercado.	Investimento em marketing.	(KIM; VONORTAS, 2014, p. 463)
Monitoramento pós investimento	Operacional	Demora para a empresa se desenvolver.	Contratar VP de vendas para completar o time.	(KAPLAN; STRÖMBERG, 2001, p. 7)
		Equipe incompleta.	Participar de contratações estratégicas.	(KIM; VONORTAS, 2014), p. 457.
		Equipe fraca.	Fornecer treinamento.	(KIM; VONORTAS, 2014), p. 457.

Fonte: elaborado pelos autores.

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/*experts* e de *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.

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*.

## 5 CONCLUSÃO

O presente artigo buscou contribuir academicamente com a criação de modelo de mitigação de risco em Investimento-Anjo, através da identificação de riscos e formas de mitigação correspondentes apontados pela literatura. Para tanto, 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. Três investidores-anjos brasileiros experientes foram entrevistados, de cujas respostas foram extraídos fragmentos de percepção de riscos e elementos de concordância ou discordância dos mecanismos de mitigação ora apontados.

Mais frequentemente, os entrevistados demonstram percepção de riscos relacionados ao domínio operacional. Este resultado é compatível com os dados obtidos pela pesquisa do NEP/Gênesis-PUC/RJ a respeito do investidor-anjo brasileiro e sua relação com empreendedores (CALVOSA; FREITAS, 2008), segundo a qual o anjo brasileiro possui mais elevados conceitos gerenciais e jurídicos do que tecnológicos.

Quanto à concordância com os modos de mitigação de riscos sugeridos pela literatura, há consenso dos anjos entrevistados em relação à necessidade de solicitação de reportes periódicos, nomeação de um Investidor-Anjo líder e 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.

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, assim como o desinvestimento assim que a *startup* atingir o retorno esperado são práticas relevantes. 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 também merecem destaque.

Os mecanismos de mitigação que obtiveram concordância total e concordância parcial dos entrevistados dão origem ao modelo de mitigação de risco ora proposto. A contribuição efetiva deste modelo é a sistematização do tema de riscos em investimento-anjo.

Como direcionamentos futuros, estimula-se que tal modelo seja objeto de pesquisas qualitativas e quantitativas com investidores-anjos, a fim de que os mecanismos de mitigação, ora sistematizados, sejam confirmados ou refutados. Como etapa posterior do trabalho, poder-se-ia pensar em elaboração de questionário a partir do modelo, para apresentação a número maior de investidores-anjos, no sentido de se buscar eventual confirmação ou refutação quantitativa ao modelo ora apresentado. Tal questionário poderia abranger, inclusive, a identificação das características dos entrevistados, para fins de se verificar se os investidores brasileiros possuem

ou não perfil similar ao estudado por Van Osnabrugge e Robinson (2000). Complementarmente, podem ser efetuados estudos quantitativos com base no modelo ora proposto, a fim de se buscar evidências numéricas positivas ou negativas a respeito da validade do modelo. Por fim, sugere-se também que as transcrições das entrevistas, disponível na dissertação de mestrado que deu origem a este estudo, seja submetida à análise de conteúdo através de *softwares* específicos, para a identificação de tendências nas respostas.

---

Artigo submetido para avaliação em 07/09/2016 e aceito para publicação em 25/09/2016

---

## REFERÊNCIAS

- 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**. Nova Lima, MG: Núcleo de Inovação e Empreendedorismo, Fundação Dom Cabral, 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.
- BLOCK, J. H, DE VRIES, G. SCHUMANN, J. H., & SANDNER, P. Trademarks and venture capital valuation. **Journal of Business Venturing**, New York, v. 29, n. 4, p. 525-542, 2014.
- 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](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, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.
- 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.
- CONTI, A.; THURSBY, J.; THURSBY, M. Patents as signals for startup financing. **Journal of Industrial Economics**, Cambridge, v. 61, n. 3, p. 592-622, 2013.
- D'ASCENZO, C. J. **A case study on preinvestment behavior and deal flow in an angel investment group**. 2009. 198 f. Dissertation (Management)-University of Phoenix, Arizona, 2009.
- 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. **Analyzer les entretiens biographiques**. L'exemple de récits d'insertion. Paris: Nathan, 1987.
- 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.
- FREEAR, J.; SOHL, J. E.; WETZEL, W. Angles on angels: financing technology-based ventures - a historical perspective. **Venture Capital**, Whittemore, v. 4, n. 4, p. 275-287, Oct. 2002.

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.

GUERRA, I. C. **Pesquisa qualitativa e análise de conteúdos** - Sentidos e forma de uso. Estoril: Príncipia, 2006.

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

IBRAHIM, D. M.; ROGERS, J. E.; EV, L. R. The (not so) Puzzling Behavior of Angel Investors. **Arizona Legal Studies**, Tucson, 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, 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, v. 8202, n. 91, p. 426-430, Apr. 2001.

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

KNIGHT, F. H. Risk, uncertainty and profit. 1 ed. Boston: Houghton Mifflin, 1921.

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

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, v. 13, n. 2, p. 187-221, Jul. 1984.

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

RAMADANI, V. Business angels: who they really are. **Strategic Change**, Malden, v. 18, n. 7/8, p. 249-258, Nov. 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, v. 27, n. 1, p. 153-179, Aug. 2010.

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.

SEBRAE. **Causa mortis**. São Paulo: SEBRAE, 2014. Disponível em: <[http://www.sebraesp.com.br/arquivos\\_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/causa\\_mortis\\_2014.pdf](http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/causa_mortis_2014.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.

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.

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

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.

WILTBANK, R. Investment practices and outcomes of informal venture investors. **Venture Capital**, v. 7, n. 4, p. 343-357, 2005. Disponível em: <[https://nacocanada.com/wp-content/uploads/2013/09/practices\\_and\\_outcomes\\_of\\_informal\\_venture\\_capital.pdf](https://nacocanada.com/wp-content/uploads/2013/09/practices_and_outcomes_of_informal_venture_capital.pdf)>. Acesso em: 29 jul. 2016.

YOSHINAGA, C. E.; OLIVEIRA, R. F.; SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. 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.