

O Financiamento Anjo no Brasil: um estudo sobre os Critérios de Seleção de Investimentos

RESUMO

Este artigo busca responder à pergunta: quais critérios de seleção de investimento são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil? Para tanto, foi realizada análise de publicações nacionais e internacionais, que tinham como objetivo identificar os critérios de seleção de investimento que são mais relevantes para os investidores anjo. Surgiu a indicativa de que o tema é pouco explorado no Brasil, e de que nem todos os critérios de seleção usados pelos investidores anjo foram contemplados nos estudos realizados. Para minimizar essa incipiência, foi feita pesquisa primária junto aos investidores anjo, contemplando, entre outros aspectos, aqueles relacionados à interação social. Como resultado, os critérios gerais de seleção de investimento, identificados em pesquisas já realizadas, foram reforçados e surgiu a indicativa de que a dimensão “interação social” entre investidores anjo é relevante nesse processo.

Palavras-chave: Investidor anjo. Capital de risco. Critérios de investimento. Financiamento à inovação. Inovação.

Suprimé: o gerais

Suprimé: C

Angel Financing in Brazil: a study on the Investment Selection Criteria

ABSTRACT

This article seeks to answer the question: which investment selection criteria are most relevant for angel investors in Brazil? To this end, a critical reading of several publications on the topic was carried out, as well as analysis of national and international publications, which aimed to identify the investment selection criteria that are most relevant to angel investors. There was an indication that the topic is little explored in Brazil, and that not all the selection criteria used by angel investors were considered in the studies carried out. To minimize such incipience, primary research was carried out with angel investors, covering, among other aspects, those related to social interaction. As a result, the general investment selection criteria, identified in research already carried out, were reinforced and the indication that the dimension “social interaction” between angel investors is relevant in this process has emerged.

Keywords: Angel investor. Venture capital. Investment criteria. Financing innovation. Innovation.

1. INTRODUÇÃO

Supprimé: .

Os processos de inovação relacionam-se diretamente com o desenvolvimento econômico de um país. De tal modo que a assunção de que a inovação, principalmente a tecnológica, é mecanismo central do crescimento econômico e equidade social, se faz vulgar.

Normalmente, os recursos empregados nos processos inovativos têm origem em três fontes: recursos próprios, aporte de capital, e endividamento (Luna *et al.*, 2008). Contudo, o desenvolvimento da inovação está obrigatoriamente subordinado à atividade de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), ou à necessidade de emprego de alta tecnologia, bem como, de mão de obra altamente qualificada. Assim, as incertezas, o risco elevado e a assimetria de informações, intrínsecos à inovação, seja de produtos ou de processos, gera falhas no mercado de crédito, tornando a participação das grandes instituições financeiras privadas tímida e insuficiente (Pamplona & Yanikian, 2015), uma vez que essas estabelecem encargos demasiadamente elevados para este tipo de investimento e racionam o crédito para a inovação.

Uma maneira de os credores superarem os problemas associados a assimetrias de informação é a exigência de garantias. No entanto, para empresários e jovens empresas inovadoras, fornecer garantias pode não ser possível, especialmente se seus principais ativos são intangíveis. Portanto, essas empresas estão sujeitas a dispor de crédito limitado, independentemente da qualidade do seu projeto e do seu potencial de crescimento (OCDE, 2011). Para atender à demanda de financiamento não atendida pelas instituições financeiras formais e, nem tão pouco, pelos programas de fomento promovidos pelo Estado, surge o capital de risco. Assim, esse tipo de financiamento, capital de risco, está estruturado de modo a atender as necessidades de empresas que estejam ancoradas em inovação e tecnologia e, de tal foma, envoltas em incertezas (Machado, 2015).

Considerando os impactos positivos que o capital de risco pode gerar na economia e o importante papel que as *startups* desempenham na economia e na geração de empregos, bem como o fato de que os investidores anjo não provêm apenas financiamento para um alto crescimento dessas empresas, mas também consultoria especializada, mentoria e conexões de negócios (OCDE, 2011; The World Bank Group, 2018; Reuter, 2020; ABVCAP, 2020), nas últimas décadas, o mercado de capital de risco, que atende empresas em seu estágio inicial de operação, constituído pelos investidores anjo e *seed capital*, passou a ser estudado em mais profundidade (Harrison & Mason, 2010; Amorim, 2016). Os estudos mais contemporâneos migraram da conceituação e do entendimento a respeito do processo de investimento anjo e

passaram a objetivar o entendimento acerca dos critérios de seleção de investimento utilizados pelos investidores anjo, de forma tal que estudos nesse sentido passaram a ser desenvolvidos internacionalmente (Van Osnabrugge, 1998; Sudek, 2006, Maxwell *et al.*, 2011, Tenca *et al.*, 2016, Ali-Yrkkö *et al.*, 2019; Block *et al.*, 2019; Lefebvre *et al.*, 2020). No Brasil, entretanto, foram identificados poucos estudos sobre os critérios de seleção em investimento anjo, o que denota que as pesquisas nacionais acerca desta temática ainda se encontram em fase introdutória.

Assim, este artigo se propõe a investigar quais são os critérios de seleção de investimento utilizados pelos investidores anjo do Brasil. Para isso, são identificados os critérios de seleção de investimento citados na literatura que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Ademais, pretende-se investigar se critérios de seleção de investimento relacionados ao processo de interação social, que ainda não foram estudados na literatura acadêmica nacional, são relevantes para os investidores anjo do Brasil.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Capital de risco e o investidor anjo

No Brasil, o fomento público à inovação ainda é passível de críticas devido à falta de constância e grande pulverização dos aportes praticados pelo Estado (Pamplona & Yanikian, 2015). Tais características dificultam os investimentos em inovação, pois as empresas nem sempre conseguem acesso a esses recursos e, quando o fazem, não acessam o montante necessário para seus investimentos. Além disso, essas empresas, frequentemente, recebem os recursos de maneira irregular e, até mesmo, descontinuada, impedindo a consolidação do processo inovativo.

Para empresas jovens e, em particular, empresas inovadoras e orientadas para o crescimento elevado, o acesso ao crédito é especialmente difícil devido à falta de ativos tangíveis e a seus perfis de maior risco. Diante desta realidade, as fontes privadas de capital de risco apresentam-se como uma alternativa no preenchimento das restrições de crédito infligidas por instituições financeiras, advindas da assimetria de informação existente entre empreendedores e investidores, percebida pelas organizações inovadoras (OCDE, 2011).

O capital de risco distingue-se, pois, como uma fonte mais acessível e contínua de financiamento à inovação, uma vez que a participação do investidor na gestão do projeto

Suprimir: .

minimiza os riscos da operação (Luna *et al.*, 2008). O financiamento através do capital de risco acontece por meio da troca dos recursos financeiros do investidor por participação no capital da empresa, seja via ações ou por outros ativos. No entanto, a literatura apresenta diversas definições para capital de risco, estando algumas delas apresentadas abaixo por ordem cronológica, de modo a permitir a percepção da evolução do pensamento a respeito desta modalidade de financiamento.

Para Kortum e Lerner (2000), capital de risco é o investimento feito a empresas privadas, jovens, na qual o investidor além de aportar recursos financeiros, assume o papel de diretor, ou de assessor, ou de gerente.

Landstrom (2007) define capital de risco como o financiamento direcionado para empresas não participantes do mercado de ações, porém com capacidade de crescimento latente e possibilidade de inserção no mercado internacional, realizado por investidor, seja pessoa física ou jurídica, com acentuada disponibilidade financeira.

É frequente também que os autores dividam capital de risco em dois grupos: *venture capital* e *private equity*, assim como Landstrom (2007). Neste sentido, Ribeiro (2005) destaca que fundos *venture capital* (VC) se caracterizam pela prática participativa de seus gestores na empresa aportada, devido ao estágio inicial destas. Contribuindo, também, com essa visão separatista, Carvalho *et al.* (2005) configuram *private equity* (PE) como investimento financeiro, ainda com o envolvimento do gestor do fundo nas atividades da empresa aportada, porém direcionado para empresas mais maduras, que já tenham ultrapassado os estágios iniciais de suas atividades.

Horbucz (2015) também aponta o capital de risco como um tipo de financiamento composto por diversas modalidades: investimento anjo, *seed capital*, também conhecido como fundo semente, *venture capital* e o *private equity*. É possível delimitar que a atuação dos investidores anjo está restrita aos estágios iniciais do desenvolvimento empresarial, sendo, portanto, responsáveis pelo financiamento de empresas nascentes. Em sequência, vislumbra-se que, conforme as empresas evoluem e se tornam mais amadurecidas, outras modalidades de capital de risco passam a financiá-las. Assim, empresas mais consolidadas devem buscar financiamento junto aos fundos de *private equity*. Portanto, a forma de atuação do capital de risco é diferenciada e determinada por aspectos inerentes ao empreendimento atendido (Horbucz, 2015).

Em estudo sobre o financiamento de firmas de alto crescimento e o papel do investidor anjo, a OCDE (2011) observa que, enquanto o *venture capital* tende a atrair a maior parte da

Suprimé: ou de

atenção dos formuladores de políticas, a principal fonte de capital semente e financiamento de *startups* em muitos países é o investidor anjo, que desempenha um papel crítico no financiamento em estágio inicial, e não o *venture capital*.

Sabe-se que um dos maiores obstáculos para a sobrevivência de empresas nascentes com alto potencial de crescimento é o chamado “Vale da Morte das *startups*”, momento em que o empreendedor tem um projeto inovador, porém falta-lhe não só o capital financeiro para transformá-lo em um negócio, mas também experiência, conhecimento e relacionamentos que potencializem suas chances de sucesso. Esta lacuna é preenchida pelo papel desempenhado pelo investidor anjo, indivíduo que agrega ao capital investido seu histórico de sucesso para apoiar novos empreendedores (Spina, 2014), tornando-se reconhecidos como uma importante fonte de capital na fase inicial de formação da empresa (Sohl, 1999; Freear & Wetzel, 2010; Harrison & Mason, 2010).

De fato, a maioria das conceituações de investidores anjo trazidas pela literatura se aproximam ao caracterizá-lo como pessoa física, com farta disponibilidade financeira, que investe em pequenas empresas em estágio inicial.

O primeiro estudo acerca de investidor anjo foi realizado por Wetzel, em 1983, nos Estados Unidos da América. Nesta primeira definição, Wetzel (1983) aponta que investidores anjos são investidores que preenchem o que os outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica, capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco.

O autor já exibiu que o suprimento à escassez de fontes de financiamento e a aceitação das incertezas, naturais das empresas nascentes, é o que caracteriza o investidor anjo. Reforçando esta visão, Mason e Harrison (1995) destacam que investidores anjo são investidores privados, que emprestam capital de risco a novos e crescentes negócios, tratando com os quais não existe conexão familiar.

Avançando para 1996, os estudos a respeito de investidores anjos evoluem, e Bachher e Guild (1996) identificam esses investidores com indivíduos à parte dos empreendedores e da família, que investem seus próprios fundos em companhias privadas. Essa óptica ratifica a ênfase dada à desvinculação social do investidor com o investido, conforme externado por Mason e Harrison (1995).

De maneira clara, Liu (2000) destaca que os anjos são tipicamente pessoas de alto patrimônio líquido que investem seus fundos pessoais em empresas em estágio inicial. Além

de fornecer capital, esses investidores também tendem a contribuir com seu conhecimento em gestão e na área de atuação das empresas iniciantes.

Esse olhar, além de contemplar de forma inequívoca todo o arcabouço construído pelos trabalhos anteriores, esclarece que elas são empresas nascentes e ainda destaca a participação gerencial e de mentoria realizada pelo investidor anjo, aspecto até então negligenciado nas demais definições.

As definições mais clássicas de investidores anjo, anteriormente apresentadas, ainda são utilizadas em pesquisas contemporâneas como as de Maxwell *et al.* (2011), Ding *et al.* (2015), Amorim (2016), e Tenca *et al.* (2016). Contudo, a atuação individual do investidor anjo deixou de ser compulsória. Hoje, a atuação coletiva já é aceita como um forma de desenvolvimento desta modalidade de investimento, tal como expressam Ramadani (2009), Degennaro (2010), Ibrahim (2010), OCDE (2011), Mason e Botelho (2014), e Bonnet *et al.* (2021) ao citarem que os investidores anjo têm se organizado em redes de investidores, de modo a acumular expertises e dividir o tempo, o trabalho, os riscos e, até mesmo, os recursos financeiros, possibilitando a diversificação da carteira de investimento destes investidores.

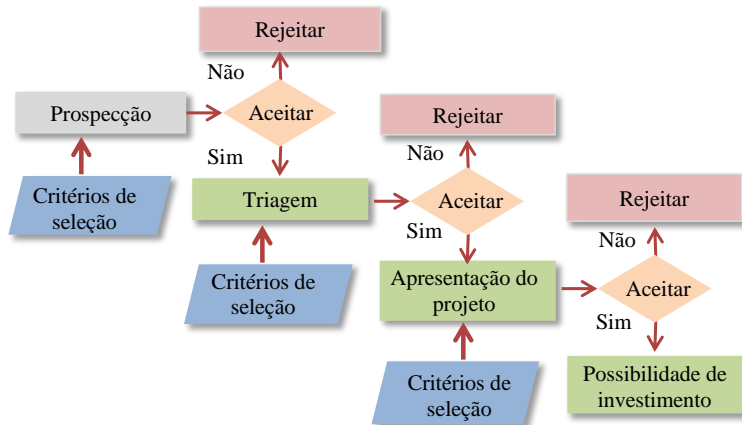
Assim, para vias deste estudo, a definição de investidor anjo trazida por Liu (2000) será a adotada, considerando, porém, a possibilidade de atuação coletiva deste por intermédio de uma associação de investidores anjo.

2.2 Processo decisório e critérios de seleção de investimentos do investidor anjo

A literatura acadêmica a respeito de *venture capital* (VC) serviu como base inicial para que pesquisadores identificassem o processo de tomada de decisão dos investidores anjo. Conforme Teybjee e Bruno (1984), a tomada de decisão dos investidores de VC se dá em cinco etapas: origem do negócio; triagem do negócio; avaliação do negócio; estruturação do negócio; e atividades pós-investimento.

Objetivando conhecer a tomada de decisão dos investidores anjo, Brush *et al.* (2012) apresentam um modelo estruturado conforme Figura 1.

Figura 1: Processo de decisão do investidor anjo



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de Brush, Edelman e Manolova (2012, p.117).

Tal modelagem torna o processo de decisão dos investidores anjo mais simples em relação ao que se apresentava para os fundos de *venture capital*, pois tem como foco apenas as fases de seleção da empresa a ser investida, sem se estender para o exercício de mentoria realizado pelos investidores e nem para o processo de saída.

Cabe salientar que diversos critérios de seleção conduzem para a efetivação, ou não, do investimento, e que esses critérios são observados pelos investidores anjo em cada uma das fases de seu processo decisório. Assim, os critérios de decisão utilizados pelos investidores anjo são o centro da realização dos investimentos.

A literatura internacional, em sua maioria, tem apresentado os critérios de seleção dos investidores anjo a partir da segregação destes em cinco dimensões: produto; mercado; empreendedor; finanças; e investimento. A quantidade e a designação dos critérios pertencentes a cada uma das dimensões são distintas quando comparadas as pesquisas, porém, fazem-se uníssonos em relação ao significado e ao pertencimento a uma dimensão específica. Embora alguns estudos não apresentem a classificação dos critérios de seleção em dimensões, as propostas se mantêm harmoniosas diante da possibilidade de facilmente destiná-los a uma delas.

Maxwell *et al.* (2011) realizaram o levantamento destes critérios na literatura e indentificaram 28 critérios de seleção, dos quais 17 estão detalhados no Quadro 1, por estarem presentes nas principais pesquisas internacionais, sendo, desta forma, os mais encontrados.

Quadro 1: Descrição dos 17 Critérios de Seleção de investimento mais identificados na literatura internacional

Dimensão	Critérios	Entendimento
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado (Feeney <i>et al.</i> , 1999).
	Proteção de Patente	Possibilidade de proteção de patente para o negócio. (Bachher & Guild, 1996)
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade. (Bachher & Guild, 1996)
Mercado	Tamanho do mercado	O tamanho real do mercado a ser atingido, incluindo a possibilidade de criação de novo mercado ou nicho (Bachher & Guild, 1996; Mason & Harrison, 2002).
	Potencial de crescimento do mercado	Potencial atrativo de crescimento do mercado (Bachher & Guild, 1996).
	Dinâmica do mercado	Fatores relacionados às necessidades dos consumidores, tecnologia e penetração que propiciam uma mudança constante no mercado a ser explorado (Bachher & Guild, 1996).
Empreendedor	Experiência do empreendedor	Conhecimentos e habilidades do empreendedor, incluindo sua familiaridade com o negócio, conhecimentos técnicos e experiência no ramo/segmento (Feeney <i>et al.</i> , 1999; Mason & Harrison, 2002, Bachher & Guild, 1996).
	Histórico do empreendedor	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança (Landstrom, 1998).
	Paixão e comprometimento do empreendedor	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso (Sudek, 2006).
	Integridade e confiança do empreendedor	Honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável (Bachher & Guild, 1996; Feeney <i>et al.</i> , 1999).
Finanças	Rentabilidade real	Informações de rentabilidade reais e projetadas (Mason & Harrison, 2002).
	Boa apresentação do plano de negócios	Um bom plano de negócios, com clara ênfase nos pontos-chave, qualidade das informações e boa apresentação ao investidor (Mason & Harrison, 2002, Feeney <i>et al.</i> , 1999).
	ROI / valorização	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída (Sudek, 2006; Stedler & Peters, 2003; Feeney <i>et al.</i> , 1999).
	Liquidez do negócio	A possibilidade de receber retornos em várias fases do investimento, incluindo a possibilidade de um IPO.
Investimento	Abertura a ajustes pelo empreendedor	Possibilidade e abertura do empreendedor a ajustar sua conduta, incluindo marketing, finanças, abertura a mudanças e liderança, o que garante a confiança entre os envolvidos.
	Abertura a ajustes no negócio	IA buscam empreendedores que sejam abertos a conhecer as dificuldades do negócio e a executar mudanças, quando necessárias
	Papel do investidor no negócio	Abertura à participação do investidor, uma vez que IA exercem papel mais do que simplesmente investir (Landstrom, 1998, Feeney <i>et al.</i> , 1999).

Fonte: Machado (2015, p. 59).

Segundo Maxwell *et al.* (2011), os dois critérios mais destacados na literatura são potencial de crescimento do mercado e experiência do empreendedor, pertencentes às dimensões mercado e empreendedor, respectivamente. Em relação aos resultados encontrados

quanto ao critério mais relevante na tomada de decisão dos investidores anjo há muita assimetria. Os critérios tidos como mais importantes diferem de um levantamento para outro.

Com efeito, estudo feito por Van Osnabrugge (1998) no Reino Unido, considerando 25 critérios de seleção, identificou que os critérios mais importantes aos olhos dos investidores anjo são entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es), e confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es).

Já o resultado da pesquisa feita nos EUA por Sudek (2006) aponta que confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es); time de gestão; entusiasmos/comprometimento do(s) empreendedor(es); e potenciais rotas de saída (potencial de liquidez) são os quatro critérios mais relevantes na tomada de decisão de investimento para os investidores anjo pesquisados.

Por mais que os critérios apontados pelos autores sejam diferentes, na maioria das pesquisas, independente da forma de coleta, do tamanho da amostra e do ano de sua realização, as características referentes ao empreendedor foram pontuadas como fator mais determinante no processo de tomada de decisão.

Corroborando com o até aqui exposto, os resultados obtidos pela pesquisa bibliométrica realizada por Tenca *et al.* (2016) apontam que os principais critérios de seleção dos investidores anjo, identificados na literatura estudada, dizem respeito ao empreendedor/time de gestão, que aparece em 36,76% delas, e as oportunidades de negócio, que aparece em 29,41% delas.

Mesmo que em linha com aquilo que já vinha sendo descrito, o aspecto que se destaca é o fato de referências externas terem sido apontadas como fator preponderante para os investidores anjo.

Ali-Yrkkö *et al.* (2019), ao buscarem entender os critérios de seleção dos investidores anjo, também pontuam que as pesquisas trazem visões diferentes, tal como os resultados da pesquisa realizada por Bernstein *et al.* (2019), os quais mostram que os investidores anjo focam mais na equipe fundadora da *startup*. Já a pesquisa de Block *et al.* (2019) sugere que os critérios de investimento mais importantes são o crescimento da receita, o valor agregado dos produtos e serviços, e o histórico da equipe de gestão.

Recentemente, as características referentes ao empreendedor e sua equipe também emergiram no estudo de Lefebvre *et al.* (2020). Os autores consideram a confiança dos investidores anjo no empreendedor e em sua equipe um fator determinante das decisões de investimento. Segundo eles, informações relativas ao potencial de crescimento do mercado e

do produto/ serviço também afetam as decisões de investimento, embora isso ocorra mais significativamente quando uma decisão de reinvestimento precisa ser tomada.

Expandindo os resultados anteriores, Reuter (2020) defende que fatores inconscientes afetam as decisões de investimento. Os achados da sua pesquisa demonstram que as decisões de investimento anjo são, principalmente, baseadas em escolhas intuitivas, que são diretamente influenciadas pela marca corporativa da *startup*. O estudo contraria a visão comumente aceita do investimento anjo como uma atividade racional e analítica.

Ademais, critérios inerentes à interação social são discutidos na literatura, considerando a influência que podem ter ou não no processo decisório dos investidores anjo. Taylor (2019) aponta que uma característica única do investimento anjo é que, como os anjos estão investindo seu próprio dinheiro, eles podem tomar as decisões de investimento individualmente, sem necessidade de justificar sua lógica para ninguém. Esse argumento é contestado por Snellman e Cacciotti (2019), que defendem que, embora os anjos façam suas avaliações iniciais de forma independente, eles ainda buscam a validação de suas redes sociais e outros investidores antes de tomar a decisão.

No Brasil, destacamos três pesquisas a respeito dos critérios de seleção de investimento utilizados por investidores anjo.

Machado (2015) tomou como base a lista de critérios trazida por Maxwell *et al.* (2011), conforme exposto no Quadro 1, e identificou os seguintes critérios mais relevantes na seleção de investimento para investidores anjo do Brasil: interesse/benefícios; inovação/qualidade; rentabilidade real; e ROI/valorização. Sendo os dois primeiros critérios aderentes à dimensão produto e os dois últimos à dimensão financeira. Resultado este que se afasta um pouco daquilo que foi apontado pelas pesquisas internacionais, cujos critérios da dimensão empreendedor sobressaem-se em relação aos demais.

Pesquisa realizada no mesmo ano por Horbucz (2015) constatou que a credibilidade da equipe/empreendedor é o critério mais importante no processo decisório de investidores anjo e que, uma vez estabelecida confiança entre investidor e empreendedor, o critério mais analisado passa a ser a existência de projetos inovadores, seguido pela perspectiva de retorno elevado, e da disponibilidade de *smart money*. Horbucz (2015) fez uso dos critérios de seleção apontados por Mason e Harrison (2002).

Já o estudo de Amorim (2016) pautou-se nos critérios traçados pela pesquisa de Sudek (2006). Amorim (2016) revela que *expertise* de domínio do(s) empreendedor(es); entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es); confiabilidade/honestidade do(s)

empreendedor(es); e time de gestão, são os quatro critérios mais relevantes para os investidores anjo do Brasil. Os três primeiros critérios podem ser classificados na dimensão empreendedor, e o último deles se enquadra na dimensão investimento, fato que distancia um pouco seus achados daqueles obtidos através das pesquisas internacionais, da mesma forma como aconteceu com Machado (2015).

O Quadro 2 traz uma síntese dos achados das pesquisas nacionais de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016) relacionados aos critérios de seleção de investimentos mais relevantes para os investidores anjo do Brasil.

Quadro 2 - Resultado das pesquisas nacionais localizadas (por ordem de relevância)

Machado (2015)		Horbucz (2015)		Amorim (2016)	
Dimensão	Critério de seleção de investimento	Dimensão	Critério de seleção de investimento	Dimensão	Critério de seleção de investimento
Produto	Interesse / benefícios	Empreendedor	Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	Empreendedor	<i>Expertise</i> de domínio
Produto	Inovação / qualidade	Produto	Projetos inovadores	Empreendedor	Entusiasmo / comprometimento
Finanças	Rentabilidade real	Finanças	Perspectiva de retorno elevado	Empreendedor	Confiabilidade / honestidade
Finanças	ROI / valorização	Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>	Investimento	Time de gestão

Fonte: Elaborado pelos autores, com base nos resultados das pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016).

2.3 *Framework* teórico da pesquisa

Por meio da leitura em profundidade das pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), identificou-se uma lacuna relacionada à falta de uniformidade nos critérios de seleção de investimento utilizados, bem como, dissonância de seus resultados, conforme evidenciado no Quadro 4.

Além disso, há ainda, indício da relevância que os critérios inerentes à interação social podem ter no processo de decisão dos investidores anjo do Brasil. Assim, houve a inserção de novos critérios de seleção de investimento no questionário de investigação deste estudo, que não estavam presentes na literatura nacional. De modo que o *framework* teórico da pesquisa estabeleceu-se conforme se apresenta no Quadro 3.

Suprimé: s

Suprimé: e

Quadro 3 - *Framerwork* teórico da pesquisa

Dimensão	Critério	Entendimento
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	Interesse e benefícios que o novo produto ou serviço trará ao mercado, garantindo que este realmente entrará no mercado.
	Inovação e qualidade do produto/serviço	Grande potencial de inovação e de qualidade.
Empreendedor	<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	Histórico do empreendedor, incluindo conhecimento, experiência e confiança.
	Entusiasmo / comprometimento do(s) empreendedor(es)	Paixão do empreendedor pelo negócio, que facilita o comprometimento para o sucesso.
	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	Credibilidade, honestidade, integridade e respeito entre os envolvidos no projeto/negócio, referenciadas por uma fonte confiável.
Finanças	Rentabilidade	Informações de rentabilidade projetadas.
	Perspectiva de retorno favorável	Informações realistas sobre o ROI, com boa previsão de retorno do investimento, e boa possibilidade de valorização para saída.
	Disponibilidade de <i>smart money</i>	Entende-se por <i>smart money</i> a situação na qual quem financia também participa da gestão do novo empreendimento.
Investimento	Time de gestão	Outros critérios comportamentais do empreendedor/time de gestão como 'resiliência' (capacidade de se adaptar a situações diversas).
Interação Social	Amigo em comum	Ter amigo/conhecido em comum com o(s) empreendedor(es). Ou seja, ter alguém que seja seu amigo e também amigo do(s) empreendedor(es)
	Relacionamento profissional anterior	Ter tido relacionamento profissional anterior com o(s) empreendedor(es). Ou seja, ter trabalhado na mesma organização que o empreendedor ou ter tido contato profissional com ele, mesmo que atuando em organizações diferentes.
	Amizade direta	Ter relacionamento de amizade com o(s) empreendedor(es). Ou seja, ter relacionamento de amizade anterior com o(s) empreendedor(es).
	Ter conhecido / amigo / familiar ou contato profissional como mentor	Ter conhecido/amigo/familiar ou contato profissional exercendo papel de mentor para a <i>startup</i> . Entende-se por mentor o profissional que acompanha todo ou uma parte do ciclo de vida de uma <i>startup</i> , um projeto ou negócio, apoiando o seu desenvolvimento com experiência, conhecimento e abrindo portas com sua rede de relacionamento.
	Indicação de amigo / conhecido / familiar ou contato profissional	Receber indicação da <i>startup</i> de amigo/conhecido/familiar ou contato profissional. Ou seja, receber indicação da <i>startup</i> de amigo/ familiar ou pessoa com a qual você se relacionou ou se relaciona profissionalmente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

3. METODOLOGIA

Realizou-se uma pesquisa exploratória e de natureza primária. Os dados foram coletados através de técnica de amostragem similar à *snowball*, utilizando-se questionário elaborado a partir dos questionários constantes nas pesquisas de Machado (2015), Horbucz (2015) e Amorim (2016), acrescidos da dimensão interação social, decorrente da necessidade identificada por meio da leitura de documentos pertencentes à literatura acadêmica e não acadêmica.

O processo de coleta de dados foi feito com investidores anjo selecionados de forma não probabilística através de técnica de amostragem similar à *snowball*. Ao todo, dez entrevistas foram realizadas. As questões da pesquisa foram tabuladas e os resultados serão apresentados na próxima seção.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

A primeira parte da entrevista busca identificar, dentre os critérios de seleção de investimento já pontuados como mais relevantes pelas pesquisas nacionais estudadas, consolidados no Quadro 4, quais os mais importantes. A intenção é validar e consolidar os achados em busca de identificar qual o mais importante no processo de decisão de investimento do investidor anjo do Brasil.

Primeiro foi solicitado que o entrevistado assinalasse, dentre os nove critérios disponíveis, os três mais importantes para ele. Como resultado de tal solicitação, tem-se o que se apresenta no Quadro 4.

Quadro 4 - Resultado das Entrevistas – critérios de seleção mais importantes para o investidor anjo – Dimensões produto, finanças, empreendedor e investimento

Dimensão	Critério	Total de respostas
Produto	Interesse e benefícios do produto/serviço	4
Produto	Inovação e qualidade do produto/serviço	5
Finanças	Rentabilidade	2
Finanças	Perspectiva de retorno favorável	1
Finanças	Disponibilidade de <i>smart money</i>	2
Empreendedor	<i>Expertise</i> de domínio do(s) empreendedor(es)	2
Empreendedor	Entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es)	4
Empreendedor	Confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es)	5
Investimento	Time de gestão	5

Elaborado pelos autores.

Supprimé: .

Supprimé:

Supprimé: .

O Quadro 4 mostra que os três critérios destacados como mais importantes pelos entrevistados foram: inovação e qualidade do produto/serviço, constante nas pesquisas de Machado (2015) e Horbucz (2015); confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es), presentes nas pesquisas de Horbucz (2015) e Amorim (2016); e time de gestão, evidenciado na pesquisa de Amorim (2016). Ou seja, três critérios pertencentes a três dimensões distintas, sendo elas, respectivamente: produto; empreendedor; e investimento.

Esse achado coloca os investidores brasileiros em linha com os investidores de fora do Brasil. Pois, conforme descrito no item 2.2, as pesquisas acadêmicas internacionais apontam que os critérios de seleção mais importantes no processo de decisão de investimento do investidor anjo de fora do Brasil estão inseridos na dimensão empreendedor.

Todos os critérios inseridos na dimensão empreendedor são percebidos como extremamente importantes para quase que todos os entrevistados. Assim como os critérios inerentes ao produto e ao time de gestão, que foram destacados como muito ou extremamente importantes por 50% e 70% dos os investidores consultados, respectivamente. Esse resultado confirma aquilo que foi apontado no Quadro 4, ou seja, que os critérios inseridos nas dimensões produto; empreendedor; e investimento (time de gestão) são os mais relevantes no processo de decisão de investimento do investidor anjo do Brasil.

Assim, sugere-se que os investidores brasileiros têm como mais relevantes os mesmos critérios apresentados nos estudos internacionais de Tenca *et al.* (2016), que apontam que os critérios de seleção mais importantes identificados na literatura, por eles estudada, são referentes ao empreendedor/time de gestão; de Van Osnabrugge (1998), que pontua o entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es), e a confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es) como critérios mais importantes; Sudek (2006), que revela que confiabilidade/honestidade do(s) empreendedor(es), time de gestão, e entusiasmo/comprometimento do(s) empreendedor(es) estão entre os critérios mais importantes; Maxwell *et al.* (2011), que apontam entre os critérios mais relevantes a experiência do empreendedor; Bernstein *et al.* (2017), os quais destacam a equipe fundadora; Block *et al.* (2019), que apresentam o valor agregado dos produtos e serviços, e o histórico da equipe de gestão como os critérios de seleção mais importantes; e, por fim, Lefebvre *et al.* (2020) que destacam como critérios mais relevantes a confiança dos investidores anjo no empreendedor e em sua equipe.

Suprimé: e

Por fim, a segunda parte da pesquisa buscava identificar se critérios de seleção relacionados à interação social são importantes para os investidores anjo do Brasil. Nessa parte da pesquisa, perguntas fechadas foram realizadas e tabuladas, como apresentado no Quadro 5

Supprimé: t

Quadro 5 - Percepção dos entrevistados quanto aos critérios de seleção de investimentos: amigo em comum; relacionamento profissional anterior; amizade direta com o empreendedor; e mentor

Critérios de investimentos – Dimensão Interação Social		
Critério 1: amigo em comum		
Perguntas	Respostas	Total
Para você é importante ter amigo em comum com o empreendedor?	Sim	1
	Não	9
Com qual frequência ter amigo em comum com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca	2
	Raramente	4
	Algumas Vezes	2
	Frequentemente	2
	Sempre	-
Critério 2: relacionamento profissional anterior		
Perguntas	Respostas	Total
Para você é importante ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor?	Sim	5
	Não	5
Com qual frequência ter tido relacionamento profissional anterior com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca	5
	Raramente	3
	Algumas Vezes	-
	Frequentemente	1
	Sempre	1
Critério 3: amizade direta com o empreendedor		
Perguntas	Respostas	Total
Para você é importante ter amizade com o empreendedor?	Sim	3
	Não	7
Com qual frequência ter amizade com o empreendedor influencia sua decisão de investimento?	Nunca	6
	Raramente	1
	Algumas Vezes	2
	Frequentemente	1
	Sempre	-
Critério 4: a startup ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional		
Perguntas	Respostas	Total
Para você é importante a startup ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional?	Sim	10
	Não	-
Com qual frequência o fato da startup ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento pessoal ou profissional influencia sua decisão de investimento?	Nunca	9
	Raramente	1
	Algumas Vezes	1
	Frequentemente	1
	Sempre	2

Mis en forme : Police :Times New Roman, Italice

Mis en forme : Police :Times New Roman, Italice

Fonte: Elaborado pelos autores

O Quadro 5 aponta que, para a maioria dos entrevistados, ter amigo em comum com o investidor anjo é pouco importante, não sendo esse fator levado em consideração com frequência no processo de tomada de decisão de investimento. A exceção pode ocorrer se o amigo em comum tiver algumas características que são buscadas pelos investidores, como *expertise* no ramo de atuação da *startup* ou quando a pessoa que faz a indicação das *startups* se torna coinvestidor, como aponta o entrevistado 4:

- P: Então, esse amigo em comum com o investidor teria que ser uma pessoa envolvida no ecossistema e que possibilitasse o crescimento do empreendimento?
E: Isso, *smart money* seria.
P: Então teria que ser uma pessoa que vai investir junto, esse amigo em comum?
E: Sim.

Nota-se que para a maioria dos entrevistados, ter tido relacionamento profissional anterior com empreendedor é pouco importante, sendo que para a maioria esse fator nunca é levado em consideração no processo de tomada de decisão de investimento. O que é levado em consideração durante o processo decisório é a *expertise* do empreendedor (critério inserido na dimensão empreendedor) que é conhecida devido ao contato profissional prévio.

Assim como visto nos dois critérios anteriores, pertinentes à dimensão interação social, ter amizade direta com o empreendedor também não é levado em consideração no processo de decisão do investidor anjo do Brasil. Quanto a este critério a maioria destaca que esse pode ser um impedimento ao processo de investimento, pois a maioria não se sente confortável em misturar amizade com negócios, como mostra a fala do entrevistado 4:

- P: Então, ter amizade com o empreendedor é totalmente sem importância no seu processo de decisão?
E: Sim, eu prefiro até que não seja.
E: Influencia negativamente.

Em relação ao processo de mentoria, a postura dos entrevistados muda. Para todos eles o fato da *startup* ter como mentor uma pessoa que faça parte da sua rede de relacionamento é bem visto, e para a maioria deles esse fato é considerado com frequência no processo de decisão de investimento. Isso porque a *expertise* de mentor e a validação trazida por ele conferem mais segurança à realização do investimento, como mostra o entrevistado 1:

- P: Então, se a *startup* está inserida numa incubadora, numa aceleradora e você conhece o mentor que acompanha a *startup* isso influencia?
E: Sim, influencia bastante.
P: Então quem tem interesse em montar uma *startup* teria que ir em busca de um mentor?
E: Isso. Tem que pensar nessa questão.

Suprimé:

Suprimé: na

Quanto ao critério indicação de oportunidade, apesar de os entrevistados pontuarem como pouco importante a indicação da oportunidade de investimento por uma amigo/ familiar ou contato profissional, boa parte deles já considerou esse critério em seu processo de seleção de investimento. Essa característica se deve ao fato de que, para a maioria dos entrevistados, a indicação passará a ter valia se ela for feita por uma pessoa considerada capacitada por eles.

Assim, após análise detalhada do Quadro 5, sugere-se que para os investidores anjo do Brasil, dentro da dimensão interação social, o relacionamento com o mentor da *startup* seja o critério mais relevante no processo de decisão pelo investimento.

Cabe destacar, porém, que a análise das respostas obtidas nas questões abertas do questionário sugere que os investidores anjo do Brasil possuem uma rede de relacionamento entre eles, e que esta é considerada durante o processo de decisão de investimento. As respostas dos entrevistados indicam que os investidores anjo do Brasil buscam informações e, até mesmo, investir, junto com outros investidores anjo, vistos como mais experientes por eles, como demonstra a fala do entrevistado 2:

Indicar, bacana, já recebi várias indicações de amigo, mas se esse amigo também tá indo... "não eu tô abraçando, eu conheço o cara, o cara é bom, eu vou investir", aí é uma referência muito boa. (grifo nosso)

P: Então se o amigo em comum for alguém dentro do ecossistema de investimento anjo, é mais importante para você?

E: Que também vai entrar no investimento naquela *startup*, não no investimento anjo. Assim, eu conheço bastante gente que está no meio como investidor anjo, mas se falar assim "aquela *startup* é bacana para investir", legal, vou avaliar. É importante? É legal, porque é uma indicação. Agora se esse amigo falar que ele vai investir nessa, é mais importante ainda. (grifo nosso) Porque eu conheço o amigo, e ele conhece o cara e está indo, então ele também está entrando no negócio.

P: Gera mais confiança?

E: Gera mais confiança, com certeza!

Tal indicativa sugere que a interação social entre investidores anjo pode ser relevante no processo de decisão de investimento. Faz-se oportuno, portanto, novas pesquisas que busquem confirmar a importância desse aspecto social entre investidores anjo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os critérios de seleção de investimento, já citados na literatura acadêmica nacional, que são mais relevantes para os investidores anjo do Brasil estão inseridos nas dimensões: produto; empreendedor; e investimento. Com esse achado foi possível perceber que os investidores

Supprimé: .

Supprimé: .

Supprimé: que

brasileiros têm, como mais relevantes, critérios similares aos dos investidores de fora do Brasil, conforme verificado na comparação dos dados obtidos por meio das entrevistas realizadas, com o exposto nas pesquisas apresentadas na literatura internacional.

Verificou-se que, para a maioria dos entrevistados, os critérios ainda não estudados na literatura nacional, sugeridos para a dimensão interação social, são pouco importantes, ganhando destaque apenas o critério mentor. Para a maioria dos investidores entrevistados o critério mentor é muito importante, pois facilita a obtenção de informações a respeito do empreendedor e do negócio.

Cabe destacar que a análise das respostas obtidas nas questões abertas do questionário sugere que os investidores anjo do Brasil possuem uma rede de relacionamento entre eles, e que esta é considerada durante o processo de decisão de investimento. As respostas dos entrevistados indicam que os investidores anjo do Brasil buscam informações e, até mesmo, investir, junto com outros investidores anjo, vistos como mais experientes por eles.

Neste estudo, foi possível identificar em temas relacionados a critérios de seleção de investimentos características que podem ser tratadas em pesquisas futuras. Tais características são descritas nas hipóteses traçadas com os dados obtidos na pesquisa de campo, como mostra o Quadro 8.

Quadro 8 – Hipóteses para investigação futura

Número	Tema	Descrição
1	Amigo em comum	Para os investidores anjo do Brasil, ter um amigo em comum com o empreendedor é importante se este amigo tiver <i>expertise</i> no ramo da <i>startup</i> analisada e puder ajudar na avaliação da oportunidade de negócio
2	Amigo em comum	Para os investidores anjo do Brasil, ter um amigo em comum com o empreendedor é importante se este amigo participar como coinvestidor naquela oportunidade de negócio
3	Relacionamento profissional	Relacionamento profissional anterior não é um critério relevante no processo de tomada de decisão dos investidores anjo do Brasil
4	Mentor	Para os investidores anjo do Brasil, o fato da <i>startup</i> ter um mentor demonstra que o empreendedor está aberto para novas ideias, sendo este um fator relevante no processo de seleção de investimento
5	Mentor	Para os investidores anjo do Brasil o mentor da <i>startup</i> pode contribuir com o processo de seleção de investimento de forma relevante, pois é uma fonte de informação qualificada a respeito dos empreendedores e do desenvolvimento do projeto

Fonte: Elaborado pelos autores.

Supprimé: . G

A demanda por novos conhecimentos a respeito dos critérios de seleção de investimento, que são mais relevantes no processo de decisão de investimento dos investidores anjo, existe e é de interesse tanto da comunidade acadêmica como dos investidores e empreendedores inseridos no processo de inovação. Dessa forma, a continuidade das pesquisas a respeito do tema é importante para auxiliar o desenvolvimento do investimento anjo no Brasil, de natureza mais específica, bem como o desenvolvimento econômico nacional, de natureza mais abrangente.

REFERÊNCIAS

- Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP). *Consolidação de Dados 2020: Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil.*, 2020.
- Ali-Yrkkö, J., Pajarinen, M., & Ylhäinen, I. *Business Angel Investment, Public Innovation Funding and Firm Growth*. ETLA Report, n. 97, 2019.
- Amorim, R. A. *Os critérios de investimento utilizados pelos investidores anjo no Brasil: uma análise sobre suas prioridades*. 2016.104 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.
- Bachher, J. S., Guild, P. D. Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, v. 996, 1996.
- Bernstein, S., Korteweg, A., Laws, K. Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment. *The Journal of Finance*, v. 72, p. 509–538, 2019.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. Private equity investment offices. *Journal of Corporate Finance*, v. 58, p. 329–352, 2019.
- Bonnet, C., Capizzi, V., Cohen, L., Petit, A., & Wirtz, P. What drives the active involvement in business angel groups? The role of angels' decision-making style, investment-specific human capital and motivations. *Journal of Corporate Finance*, 2021.
- Brush, C. G., Edelman, L. F., & Manolova, T. S. Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. *Venture Capital*, v. 14, n. 2-3, p. 111-129, 2012.
- Carvalho, A. G., Ribeiro, L. L., Furtado, C.V. *A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro*. 2005.
- Degennaro, R.P. Angel Investors: Who they are and What they do; Can I Be One, Too? *Journal of Wealth Management*, v.13, n. 2, p. 55-60, 2010.

Supprimé: ,

Supprimé: t

Ding, Z., Au, K., & Chiang, F. Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. *Journal of Business Venturing*, v. 30, n. 2, p. 307-321, 2015.

Feeney, L., Haines Jr., George H., & Riding, A. L. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, v. 1, n. 2, p. 121-145, 1999.

Freear, J. & Wetzal, W. E. Jr. Who Bankrolls High-tech Entrepreneurs? *Journal of Business Venturing*, v. 5, cap. 2, p. 77-89, 2010.

Harrison, R.T & Mason, C.M. *Annual Report on the Business Angel Market in the United Kingdom - 2008/09*, 2010.

Horbucz, K. S. N. *Financiamento à inovação: investigação dos atributos considerados por fundos de capital anjo no processo de decisão de investimento*. 2015. 113 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

Ibrahim, D. M. Financing the Next Silicon Valley, *Washington University Law Review*, v. 87; University of Wisconsin Legal Studies, n. 1065, 2010.

Kortum, S.; & Lerner, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The RAND Journal of Economics*, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

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

Lefebvre, V., Certhoux, G., & Radu-Lefebvre, M. Sustaining trust to cross the Valley of Death: A retrospective study of business angels' investment and reinvestment decisions. *Technovation*, 2020.

Liu, Y. An overview of angel investors in Canada. *MFA Paper*, 2000.

Luna, F., Moreira, S., & Gonçalves, A. Financiamento à inovação. In.: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. *Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil*. Brasília: IPEA, 2008. cap. 5, p. 229-626.

Machado, F. G. *Investidor anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups*. 2015. 172 p. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, v. 7, n. 2, p. 153- 172, 1995.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*. v. 14, n. 3, p. 271-287, 2002.

Mason, C. M., & Botelho, T. *The 2014 Survey of Business Angel Investing in the UK: A Changing Market Place*. Adam Smith Business School, University of Glasgow, 2014.

Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A.; & Lévesque, M. Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, v. 26, n. 2, p. 212-225, 2011.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE). *Angel investment: Definitions, data and processes*. Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors, 2011.

Pamplona, J. B.; & Yanikian, V. P. M. O sistema federal de financiamento à inovação no Brasil. *Pesquisa & Debate*. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política. ISSN 1806-9029, v. 26, n. 1 (47), 2015.

Ramadani, V. Business angels: who they really are. *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance*. V. 18, n. 7-8, p. 249-258, 2009.

Reuter, A. *Brand building in startups: Best practices and influence on angel investor decision-making*. Master's Thesis, Jyväskylä University School of Business and Economics, Finlândia, 2020.

Ribeiro, L. L. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. 2005. 147 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

Snellman, K.; & Cacciotti, G. The Role of Angel Investors: Emotions in Socially Situated Investment Opportunity Evaluations. *Emotion and leadership, Emerald Publishing*, v. 15, p.179–207, 2019.

Sohl, J. The Early Stage Equity Market in the USA, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Routledge, Taylor & Francis Group, v.1, n. 2, p. 101-120, 1999.

Spina, C. O investimento anjo no Brasil. In: BRASIL. *Capital empreendedor*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 303 p., Série estudos estratégicos, n. 4, 2014.

Stedler, H.; & Peters, H. H. Business angels in Germany: an empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, v. 5, n. 3, p. 269-276, 2003.

Sudek, R. Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, v. 17, n. 2, p. 89-104, 2006.

Taylor, K. P. *Angel Investor-Entrepreneur Fit: The Nexus of Angel Motivation and Entrepreneur Personality and Passion*. In *Contributions to Management Science*, pp. 197–210, Springer, Cham, 2019.

Tenca, F.; Croce, A.; & Ughetto, E. Business angels research in entrepreneurial finance: a literature review and a research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 2016.



The World Bank Group. *Stimulating Business Angels in the Czech Republic*, Washington DC, 2018.

Tyebjee, T. T.; & Bruno, A.V. A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, v. 30, n. 9, p. 1051-1066, 1984.

Van Osnabrugge, M. S. *The financing of entrepreneurial firms in the UK: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures*. 1998. 487 p. Tese (Doutorado em Filosofia em Estudos de Gestão) – Hertford College, University of Oxford, Oxford, 1998.

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