INSPER

PROGRAMA DE ENSINO

ROBERTO EMILIO PATRIARCA

IMPACTO DO INVESTIMENTO ANJO NO PÓS-INVESTIMENTO NA PERSPECTIVA DO EMPREENDEDOR

São Paulo

2019

ROBERTO EMILIO PATRIARCA

IMPACTO DO INVESTIMENTO ANJO NO PÓS-INVESTIMENTO NA PERSPECTIVA DO EMPREENDEDOR

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Estratégia
Linha de pesquisa: Estratégia Corporativa
Orientadora: Prof. Andrea Minardi

Coorientadora: Prof. Carla Ramos

São Paulo

2019

Patriarca, Roberto E.
O Impacto do investimento anjo no pós-investimento na perspectiva do empreendedor
Roberto E. Patriarca – São Paulo: Insper, 2019; 66p.

Dissertação Mestrado – Programa de Mestrado de Profissional em Administração. Linha de pesquisa: Estratégia Corporativa – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientadoras: Andrea Minardi; Carla Ramos

Palavras-chave: 1. Investimento anjo; 2. *Smart Money*; 3. Empreendedorismo

ROBERTO EMILIO PATRIARCA

O impacto do investimento anjo no pós-investimento na perspectiva do empreendedor

Dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração; Insper Instituto de Pesquisa

Data de aprovação _____/ _____/ _____

Banca Examinadora

_____
Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Doutora em Administração
Insper

_____
Carla Sofia Dias Moreira Ramos
Ph.D. em Administração
Insper

_____
Guilherme Fowler de Avila Monteiro
Doutor em Administração
Insper

_____
Gilberto Sarfati
Doutor em Ciência Política
FGV

A busca pelo conhecimento e pelo empreendimento é feita do esforço individual e superação diária das nossas limitações. Termino este trabalho com admiração ainda maior à academia e ao empreendedorismo. A eles dedico este trabalho.

Agradecimentos

Às minhas orientadoras Professoras Andrea Minardi e Carla Ramos pelas discussões, orientações e, principalmente mostrar as saídas quando me encontrava perdido.

Aos professores do Insper pela dedicação e excelência no ensino, ao constantemente lembrar a importância do conhecimento e nosso papel no seu desenvolvimento.

Ao meu monitor, Victor Falcão, por toda a paciência e troca de experiências.

Aos meus colegas que compartilharam esses dois anos. E aos que infelizmente, por várias razões, deixaram o curso. Voltem, vale muito a pena!

À Patricia e Pedro, que me apoiaram nestes dois anos. E porque dão sentido a tudo.

E à minha mãe, que colocou na cabeça dos filhos a importância do aprendizado, do esforço e da ambição. Entendo melhor hoje a importância de suas palavras.

RESUMO

A importância do capital para financiamento da atividade empreendedora já é bastante conhecida e estudada. Mas no desenvolvimento de seus negócios os empreendedores precisam cobrir deficiências de conhecimento técnico, rede de contatos reduzida, inexperiência em gestão etc., e vivem o conflito de abdicar da autonomia ou permitir a ingerência nos negócios que criaram. Os investidores anjo pela proximidade com o empreendedor e interesse em aportar ao negócio seus conhecimentos e experiência, o chamado *smart money*, parecem ter os recursos e disponibilidade para ajudar as empresas na fase de startup. Poucos estudos têm se dedicado a analisar a efetividade do aporte não-financeiro pelos investidores-anjo e menos ainda sob a perspectiva dos empreendedores. Neste contexto, como é percebida pelos empreendedores a importância dos investidores no período pós-investimento e quais tipos de contribuição são mais valoradas? Este impacto é contingente das características dos investidores e empreendedores? Como as características das relações, nas suas dimensões afetiva e instrumental, interferem nesta contribuição? Por meio de entrevistas semiestruturadas, individuais em profundidade com 22 empreendedores que receberam investimento anjo, este estudo indica que ao buscar suporte material em dinheiro e recursos, os empreendedores também recebem ajuda na estruturação de suas empresas, na tomada de decisão e até conforto emocional em momentos de dificuldades. Mas a efetividade deste aporte depende do desenvolvimento do relacionamento entre os atores; e a emergência de grupos de anjo e fundos-anjo podem diluir o aporte do *smart money*. Assim, ao expandir o entendimento sobre o relacionamento investidor anjo-empreendedor, quais tipos de contribuições são mais efetivas e como as características dos agentes impactam esta contribuição, este estudo, além de expandir a literatura sobre investimento anjo no Brasil, pode ajudar no aprimoramento de processo de investimento.

Palavras-chave: Investimento Anjo; *Smart Money;* Empreendedorismo, Startups.

ABSTRACT

The importance of capital to finance entrepreneurial activity is already well known and studied. But when developing their business entrepreneurs need to cover shortcomings in technical knowledge, reduced networking, inexperience in management, etc., and live the conflict of giving up autonomy or allowing for interference in the business they have created. Angel investors, because of their proximity to the entrepreneur and their interest in contributing with their knowledge and experience to the business, also called smart money, seem to have the resources and availability to help companies in the startup phase. Few studies have focused on analyzing the effectiveness of non-financial contributions by angel investors and even fewer from the perspective of entrepreneurs. In this context, how do entrepreneurs perceive the importance of investors in the post-investment period and what types of contributions are most valued? Are the contributions contingent to certain characteristics of investors and entrepreneurs? How the characteristics of the relationships, in their affective and instrumental dimensions, interfere with this contribution? Through in-depth semi-structured individual interviews with 22 entrepreneurs who received angel investment, this study indicates that by seeking material support in money and resources, entrepreneurs are also assisted in structuring their companies, in decision-making, and even in emotional comfort in moments of difficulty. But the effectiveness of this contribution depends on the development of relationship between the actors; and the emergence of angel groups and angel funds can dilute the contribution of smart money. By expanding the understanding of the angel-entrepreneur investor relationship, what types of contributions are most effective and how the characteristics of the agents impact this contribution, this study, in addition to expanding the literature on angel investment in Brazil, can contribute for better investment processes.

Keywords: Angel Investor, Smart Money; Entrepreneurship, Startups

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Aportes pelo investimento anjo e teorias de suporte.....25

Quadro 2 - Tipos de aporte do investidor anjo, dimensões da atuação e risco associado 27

Quadro 3 - Lista e perfil dos entrevistados…….……..…33

Quadro 4 - Impacto do tipo de investidor e experiência do empreendedor na percepção do empreendedor sobre o relacionamento e contribuições à empresa…….……52

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Espectro do envolvimento do investidor anjo.....22

Figura 2 – Matriz de valor agregado pelo investidor anjo.....24

Figura 3 – Dimensões e níveis de atuação do empreendedorismo.....26

Figura 4 – Modelo de construção do relacionamento e contribuição do investimento anjo.....49

ÍNDICE

1 INTRODUÇÃO 12
2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO TEÓRICO 15
2.1 O empreendedorismo.....15
2.2 Fontes de financiamento do empreendedorismo 16
2.3 Investidores Anjo.....17
2.3.1 Histórico e conceito 17
2.3.2 Relacionamento entre investidores anjo e empreendedores.....20
2.3.3 Contribuições dos investidores anjo: *Smart Money*.....23
3 METODOLOGIA E DESIGN DE PESQUISA 30
3.1 Seleção de entrevistados 31
3.2. Técnica de coleta de dados.....34
3.3. Técnica de análise de dados.....36
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....37
4.1 Análise das características do relacionamento entre investidor anjo e empreendedor e impactos no *smart money* 38
4.2 Contribuições chave percebidas pelos empreendedores (*smart money)* 41
4.2.1 Aquisição de recursos e Extensão da fronteira 41
4.2.2 Estruturação 42
4.2.3 Liderança.....43
4.2.4 Monitoria.....45
4.2.5 Atuação 46
4.3 Modelo Conceitual Proposto 47
4.4 Contingências identificadas.....50
5 CONCLUSÕES, CONTRIBUIÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS 54
5.1 Contribuições para a teoria 55
5.2 Contribuições para a Prática 55
5.3 Limitações e sugestões para estudos futuros 56
BIBLIOGRAFIA 59

1 INTRODUÇÃO

Para além da dificuldade de capital externo, as empresas em fase inicial e seus empreendedores encontram algumas barreiras que dificultam seu crescimento e podem inclusive afetar sua sustentabilidade no longo prazo (CASSAR, 2004). Dentre estas limitações encontram-se pouca a experiência dos fundadores em gestão, falta de conhecimento técnico específico em determinada área, ausência de rede de contatos no mercado em que atua, entre outras (MACHT; ROBINSION, 2009; HARRISON; MASON, 1992).

Neste contexto, investidores anjo, por possuírem capital financeiro e capital humano para aportar em novos empreendimentos, podem ajudar a endereçar as dificuldades enfrentadas pelos empreendedores em seus estágios iniciais. Estes investidores anjo se diferenciam de outras fontes de capital pela sua proximidade com o empreendedor e interesse em aportar ao negócio seus conhecimentos de mercado, experiência em gestão e acesso a rede de contatos (HARDING; COWLING, 2006). Este conjunto de recursos não financeiros é comumente chamado de *smart money*.

Alguns estudos têm se aprofundado no impacto que o financiamento no estágio inicial tem no futuro da firma investida. Kerr, Lerner e Schoar (2011), por exemplo, apontam que investidores anjos, ao proverem capital, podem aumentar as chances de sobrevivência, saídas via venda ou oferta pública, quantidade de empregados, quantidade de patentes e mesmo aumento de tráfegos no site de internet.

Mas poucos estudos têm buscado entender o impacto do investidor anjo na fase de pós-investimento e menor ainda é o grupo de estudos que tem como objeto a perspectiva do empreendedor. Em uma extensa análise bibliográfica sobre investimento anjo, Tenca e Croce (2018) encontraram apenas 14 artigos que discutiam esta etapa do investimento anjo.

Partindo também da revisão de literatura, dois estudos (POLITIS, 2008; FILI; GRUNBERG, 2014) buscaram conceituar esta relação entre investidor e empreendedor e estabelecer uma conexão com teorias mais amplas visando melhor estruturar o entendimento do valor agregado do investimento anjo. Esta atuação foi agrupada por Fili e Grunberg (2014) em cinco processos: aquisição de recursos e extensão da fronteira da empresa; estruturação; liderança; atuação; e monitoria.

O objetivo desta pesquisa é entender melhor como é percebida pelos empreendedores a contribuição dos investidores anjo (*smart money*) no período pós-investimento, visando entender também que tipo de contribuição é mais valorada pelos empreendedores e como o estágio do empreendimento e características dos atores e do seu relacionamento podem afetar ou moderar esta contribuição. Por meio de entrevistas semi-estruturadas, individuais em profundidade com 22 empreendedores, este trabalho busca analisar a percepção pelo empreendedor do impacto do investidor anjo nas empresas investidas, e como esta relação é mediada pela evolução no relacionamento e características das partes. Como o ciclo do investimento anjo, principalmente em empresas de tecnologia, é de 12 a 18 meses, quando novos aportes e novos sócios são necessários, as entrevistas focaram empreendedores que receberam investimento anjo há pelo menos um ano, para possibilitar a emergência das características do fenômeno estudado.

Com base na literatura, cujo foco tem sido a visão dos investidores e os considera como atores principais deste tipo de investimento, e no presente estudo centrado nos empreendedores, propõe-se um modelo conceitual que ilustra a construção deste relacionamento e as dimensões das contribuições para a empresa e o empreendedor. Este estudo mostra que, apesar de os empreendedores privilegiarem a busca por recursos materiais ligados à extensão de fronteira, recebem contribuição de igual importância na estruturação de seus negócios e mesmo na liderança na tomada de decisão e suporte psicológico em momentos de dificuldade. Encontraram-se também evidências da importância da proximidade e do relacionamento entre investidores e empreendedores e que a emergência de investidores organizados ao redor de grupos e fundos anjo tem impactado este relacionamento e consequentemente a forma como se materializa *smart money*. A evidência empírica resultante desta pesquisa permitiu expandir e complementar o modelo conceitual que derivou da literatura, e que tem por base majoritariamente o ponto de vista dos investidores anjo. É de salientar que se verificou um alinhamento entre a percepção dos investidores anjo e dos empreendedores. O estudo permitiu ainda identificar como o tipo de investidor (individual, grupo ou via fundos) e o nível de experiência do empreendedor (alta ou baixa) afetam a percepção dos empreendedores relativamente ao objeto de estudo.

Apesar das limitações para ser replicável e extensível a outros contextos, entendemos que esta pesquisa poderá expandir o entendimento sobre o

relacionamento investidor anjo-empreendedor e aprofundar o conhecimento sobre os impactos desta modalidade de financiamento a empresas nascentes. Além de contribuir para expandir a pesquisa sobre este tema no Brasil, ainda muito incipiente.

Pode ainda ajudar tanto empreendedores como investidores e associações de investimento anjo a melhor entender a dinâmica do relacionamento entre investidor e empreendedor e como o investimento anjo impacta o processo de crescimento das empresas investidas, ajudando na construção de processos mais efetivos e com maior potencial de êxito, além de poder nortear a construção de formas mais efetivas deste relacionamento.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO TEÓRICO

Nesta seção são apresentados o conceito e importância do investimento anjo e o referencial teórico com conceitos relevantes para responder às questões de pesquisa deste trabalho.

2.1 O empreendedorismo

A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OECD) define empreendedorismo como o fenômeno associado com a atividade humana em busca da geração de valor, por meio da criação ou expansão da atividade econômica, por meio da identificação e exploração de novos produtos e serviços, processo e mercados (EIP-OECD, 2017) e reconhece que vários fatores podem influenciar em seu florescimento, tais como condições do mercado, o marco regulatório, questões culturais e o acesso a financiamento.

As pequenas e médias empresas (PMEs) proporcionam cerca de 60% dos empregos e entre 50% e 60% do valor agregado em média dos países da OECD (EIP-OECD, 2017). No Brasil, estas empresas representam 27% do PIB e 41% da massa salarial (OECD, 2018).

Em anos recentes, tem crescido o entendimento da importância das novas empresas na geração de empregos e no desenvolvimento da inovação, trazendo os governos para o debate sobre formas de fomentar o nascimento e desenvolvimento destas empresas (WILSON, 2015), e particularmente a criação de novos mecanismos de financiamento a estas empresas, redução de barreiras regulatórias ou mesmo incentivos fiscais a investidores em PMEs.

O financiamento das atividades econômicas é parte fundamental do desenvolvimento das empresas em todo seu ciclo. A importância de capital externo tem sido apontada como um impeditivo importante na formação e crescimento de novas empresas (CASSAR, 2004).

Em relação às PMEs, governos têm buscado dar suporte por meio de programas de financiamento dirigidos a este grupo de empresas, mas também tem incentivado fontes alternativas de capital para fomentar o desenvolvimento e crescimento de novas empresas. Particularmente importante é o acesso a capital de empresas no estágio inicial das atividades (startups), quando ainda não há produto testado ou mercado desenvolvido e, portanto, a incerteza e o risco do investimento

são muito altos, não sendo atendidos pelos mecanismos mais tradicionais de financiamento.

A OCDE (2018) aponta que a partir da crise financeira de 2008, que atingiu mais fortemente a indústria financeira, houve uma retração do financiamento bancário e a emergência de outros instrumentos, dentre eles leasing e factoring, investimentos de venture capital, *Crowdfunding e equity crowdfunding*.

Em paralelo, houve a explosão das empresas de tecnologia, cujo modelo baseado na inovação e crescimento rápido é mais apropriado ao financiamento via participação no capital da empresa do que empréstimos bancários ou outras formas mais tradicionais. No Brasil, onde nos últimos anos tivemos a queda da participação do financiamento a PMEs no estoque de créditos concedidos (OECD, 2018), o governo criou regras de destinação específica de financiamento e, mais especificamente, patrocinou a regulamentação das atividades de investimento anjo, removendo algumas barreiras ao investimento individual em PMEs.

2.2 Fontes de financiamento do empreendedorismo

Olhando para o empreendedor, Stevenson e Jarillo (1990) o descreveu como alguém que busca oportunidades independente do acesso imediato a recursos que possui ou controla. Para além da visão heroica, Wasserman (2017) aponta para um lado obscuro do empreendedorismo que é a necessidade dos empreendedores de buscarem recursos com terceiros para alcançarem seus objetivos, o que os leva a ter que abrir mão de parte do controle e autonomia de suas decisões, criando um conflito no empreendedor e um dilema entre maximizar o valor da empresa ou garantir total controle sobre ela, ou como Wasserman aponta, trata-se de trocar a incerteza sobre recursos pela incerteza sobre autonomia e controle.

Normalmente as empresas no seu estágio inicial começam com fontes informais de financiamento via capital próprio dos empreendedores, familiares e amigos. Com seu crescimento, e dependendo da intensidade de capital necessário, estes empreendedores passam a necessitar de fontes externas que podem ser via empréstimos bancários/fundos de fomento, Venture Capital (VC) ou Investidor Anjo.

O uso de empréstimos bancários, principalmente em empresas iniciantes e de base tecnológica, se mostra pouco utilizado pela ausência de colateral para garantir este empréstimo, uma vez que o principal componente de seu capital é intangível

(uma patente, desenvolvimento de software, capital humano, marca etc.), levando, então, muitas empresas a buscarem capital e outros recursos necessários.

O VCs são um subgrupo da indústria de Private Equity (PE) e normalmente estruturados na forma de fundos. Enquanto os PEs focam em empresas médias e grandes e operações mais estruturadas, que normalmente envolvem alavancagem financeira, os VCs se concentram em empresas em fase inicial ou de crescimento, mas normalmente já com um produto desenvolvido e testado e mercado definido. Seu foco principal são empresas de tecnologia de rápido crescimento e visam rentabilizar o capital investido via oferta pública de ações das empresas investidas ou via processo de M&A (LERNER, 2012).

Comparativamente aos investidores anjos, que será descrito em mais detalhes a seguir, a literatura tem apontado várias diferenças nos VC/PEs: i) o processo de due diligence e as ferramentas de análise são mais complexas e sofisticadas nos fundos de VC/PE (CUMMING; JOHAN, 2013), enquanto que anjos selecionam seus portfolio baseado mais nos seus relacionamentos e usam análises mais informais (SUDDEK, 2007); ii) os aportes de capital são bem menores no anjos no que nos fundos de VC/PE (IBRAHIM, 2008); iii) Anjos usam seus próprios recursos para investir, enquanto que fundos de VC/PE são intermediários financeiros que investem em nome de terceiros, os *Limited Partners* (AVDEITCHIKOVA et al., 2008), impactando seu apetite a risco, expectativa de retorno e tempo de saída dos investimentos; iv) os fundos VC/PE são remunerados via uma taxa de administração e taxa de sucesso, enquanto que anjos estão sujeitos a taxas de investimento apenas quando formam grupos ou o fazem via associações (COCHRANE, 2005); v) por fim, muitas vezes anjos investem não apenas buscando retorno financeiro, mas também para ajudar comunidades, ajudar conhecidos e parceiros, aprendizado, futura oportunidade de emprego, entre outras (SHANE, 2005).

2.3 Investidores Anjo

2.3.1 Histórico e conceito

A atividade de financiamento de empreendimentos de alto risco por indivíduos é tão antiga quanto às primeiras codificações de leis, datando pelo menos desde o código de Hammurabi de 1760 BC (KERR; LERNER; SCHOAR, 2011). Modernamente, o conceito de investidor anjo origina-se nos indivíduos de alto poder

aquisitivo que financiavam produções artísticas na Broadway no início do século XX, e, dentro das atividades de empreendedorismo, surge com o trabalho de (WETZEL, 1983) ao descrever a forma como os empreendedores nos Estados Unidos obtinham o capital inicial para suas empresas, quando cunhou o termo de “anjos” aos indivíduos que se dispunham a ajudá-los.

Investidores anjo são indivíduos de alta renda, normalmente organizados ao redor de um grupo ou associação, que investem recursos próprios em troca de uma participação na empresa. De acordo com estudo da OECD, Financing High-Growth Firms – The Role of Angel Investor (2011), apesar de pouco documentado, o papel dos investidores anjo não só é relevante, mas vem se expandindo. Estimativas para EUA e Europa indicam que o investimento anjo é hoje muito maior que os realizados por empresas de venture capital. Além disto, os investidores anjo investem em um mercado mais amplo tanto geograficamente, uma vez que tendem a atuar próximos de sua base, como em termos de setor investidos (OECD, 2011). Já os VCs, apesar de terem seu papel reconhecido no fomento à inovação, o fazem em um grupo restrito de indústrias e tem estado muito sujeito aos ciclos econômicos, além de se concentram em poucas cidades ao redor de hubs industriais (LERNER, 2012).

Importante destacar também que não há apenas um tipo de investidor anjo. Desde o investidor individual que faz investimentos ocasionais de forma bastante informal até os investidores com muitos recursos e experiência, chamados de super-anjos, passando por investidores que atuam via redes ou grupos de investimento, há uma variedade de formas como se dá esta modalidade de investimento. De especial importância são os grupos de investimento, uma vez que, pela divisão de trabalho e diferentes perfis, é possível atuarem de forma conjunta e mais estruturada na análise e posterior acompanhamento do investimento.

E, como nota Hsu et al. (2014), à medida que os investidores anjo se sofisticam e o mercado de investimento se torna mais competitivo, vemos se formar fundos de anjos que atuam como VCs, mas investindo em empresas ainda em estágios iniciais. Geralmente estes fundos anjos se formam ao redor de dois ou mais investidores anjo experientes, mas com estrutura institucionalizada, atuação e controles próximos aos da indústria de venture capital (MASON et al, 2016). Estes fundos se caracterizam por angariar recursos de investidores, mas atuando de forma única (SOHL, 2012), onde o papel da escolha dos investimentos e do relacionamento pós-investimento cabe ao gestor do fundo.

No Brasil, esse fenômeno de crescimento da importância do investimento anjo também tem se verificado, demonstrado pela quantidade de novas empresas investidas e de recursos investidos que têm aumentado nos últimos anos, também pela constituição de fundos-anjo. Estimativas da Associação Anjos do Brasil (2018) apontam para cerca de 7 mil investidores anjos no Brasil com investimentos anuais de cerca de R$1 bilhão.

Neste contexto, o investidor anjo é uma importante fonte de financiamento para empresas nos estágios iniciais atuando entre as que já esgotaram os recursos próprios dos empreendedores e familiares, mas ainda não estão maduras para um processo de aporte de um fundo de venture capital.

Além do capital financeiro, estudos mostram que os investidores anjo também atuam no suporte aos empreendedores pelo fornecimento de seu conhecimento e experiência em gestão ou no setor de atuação, acesso a sua rede de contatos, e acesso a outras fontes de capital em novas rodadas de financiamento (MACHT; ROBINSION, 2009). Assim estes investidores, cobrem não só um gap de capital, mas também um gap de conhecimento, experiência e relacionamento do empreendedor (HARRISON; MASON, 1992).

Investidores anjo são também um indicador de qualidade para investidores futuros, mostrando que já passaram por um primeiro teste de validação de modelo de negócio por pessoas com conhecimento no setor (CUMMING; ZHANG, 2013).

Kerr, Lerner e Schoar (2011) apontam ainda que investidores anjos podem aumentar as chances de sobrevivência, saídas via venda ou oferta pública, quantidade de empregados, quantidade de patentes e mesmo aumento de tráfegos no site de internet.

De outro lado, o retorno esperado do investimento vai além do financeiro, já que o investidor anjo busca benefícios não-financeiros como se ver atuando como empreendedor, trabalhar e dar mentoria a pessoas de grande talento e altamente motivadas, ter acesso a novas tecnologias, poder interagir com outros participantes do ecossistema de start-ups e até mesmo criar a imagem de ser um investidor sofisticado (CAPIZZI, 2015). Em uma pesquisa feita no mercado italiano, Capizzi (2015) encontrou que apenas 38% dos investidores anjo acreditavam que sua principal contribuição foi financeira, sendo que 56% achavam que foi ajudar na estratégia.

É um setor que por suas características tem alto grau de informalidade, inconsistência de definições, e mesmo a aversão dos participantes ao fornecimento de informações. Assim, dados a respeito das atividades de investidores anjo são difíceis de serem obtidos, sendo referido por alguns autores como “mercado invisível”.

Esta natureza invisível do investimento anjo, a ausência de base de dados extensa e consistente e a relutância dos poucos investidores anjo conhecidos em tomar parte em pesquisa tem implicado na pouca pesquisa disponível sobre o tema e com estudos com rigor metodológico menor quando comparados a VC/PE, o que não se justifica dada a sua importância (MASON et al, 2016).

2.3.2 Relacionamento entre investidores anjo e empreendedores

O processo de obtenção de investimento externo em empresas é difícil e apresenta obstáculos que Denis (2004) resume a dois problemas básicos: assimetria de informações e risco moral. A assimetria surge pela diferença de compreensão da empresa, qualidade do produto e perspectivas do novo negócio, além de diferenças quanto ao valor da empresa e sua probabilidade de sucesso (NOSFINGER; WANG, 2011). O risco moral acontece após o acesso ao capital externo, quando o empreendedor pode se apropriar ou utilizar de forma inadequada estes recursos, inclusive para benefício próprio, ou não se esforçar esperado na gestão dos negócios (LAHTI, 2012).

A assimetria de informações e risco moral surgem também em fases posteriores da evolução da empresa, como no momento do investimento de VC ou pré-IPO, mas os investidores nestas fases levam vantagem em relação aos anjos, pois possuem mais informações sobre a empresa e o empreendedor, já que, no momento destes investimentos a empresa e seu empreendedor já demonstraram sua viabilidade e diligência na gestão de recursos (NOSFINGER; WANG, 2011).

Hsu et al. (2014) acrescentam que, além da questão do momento do investimento, a menor sofisticação dos investidores anjo e de seu processo de investimento dificulta a obtenção e verificação das informações fornecidas pelos empreendedores, tornando-os mais inclinados a exercer maior controle, especialmente voltado ao risco humano, em oposição ao risco de mercado, foco principal dos investidores profissionais. Hsu et al. (2014) argumentam ainda que os anjos buscam mecanismos de controle que os permitam monitorar a atuação dos

empreendedores, mas, como seu acesso e capacidade de manipular as informações são limitados, o controle se exerce via proximidade com os empreendedores e orientado ao seu comportamento (*behaviour-oriented*), alinhado também com a visão que os anjos têm de si mesmos como co-empreendedores (POLITIS; LANDSTROM, 2002).

Apesar de a abordagem geral de investimento dos anjos se assemelhar ao dos VCs, seguindo os mesmos passos do *screening* de oportunidades até o investimento, durante a fase de pós-investimento os anjos não tendem a seguir os mesmos mecanismos de controle daqueles, a saber: posição no conselho de diretores, instrumentos contratuais e *staging investment* (WONG et. al, 2009). Anjos preferem utilizar a proximidade geográfica, suporte de outros investidores e menor participação no capital (WONG et. al, 2009).

Do lado dos empreendedores, empresas nas fases iniciais do seu desenvolvimento sofrem não só com a falta de capital para investir, mas também com deficiências em certas habilidades e conhecimentos necessários em áreas chave e até mesmo experiência em gestão de negócios, chamado de "gap operacional" (HOYOS-IRUARRIZAGA et al. 2017). Estas características parecem atrair um tipo específico de investidor e estudos mostram que os investidores anjo tem mais experiência operacional (FREEAR; WETZEL, 1991) e de empreendedorismo do que VCs, o que leva a muitos deles a ter atuação significativa no dia-a-dia das operações. Além disto, pelo fato de investirem seu próprio dinheiro, atuando como principal ao invés de agentes de patrimônio de terceiros, possuem um incentivo extra a ajudar as empresas investidas a prosperarem. Assim, investidores anjo se diferenciam de outras formas de venture capital, entre outros, pela sua tendência a um maior envolvimento pós-investimento.

Madill et al. (2005) apresentam os investidores anjo com grande apego aos seus investimentos e que seu envolvimento posterior é parte da motivação inicial para investir. A intensidade deste envolvimento varia de entre os investidores, indo do mais passivo, que aporta somente capital financeiro, até os mais ativos, que acompanham periodicamente as atividades das empresas (ARDICHIVILI et al 2012). A figura abaixo, adaptada de Macht (2011b), apresenta o espectro de envolvimento dos anjos e suas atividades.

Figura 1 – Espectro do envolvimento do investidor anjo

Envolvimento do investidor anjo

Passivo → ativo: *continuum*

Nenhum envolvimento	Pouco envolvimento	Pouco ativo	Muito ativo
• Apenas recebe e revisa relatórios • Sem contato com empreendedor	• Aconselha reativamente e monitora atividades e indicadores • Contatos esporádicos com empreendedor	• Aconselha ativamente e participa de conselho de investidores ou Board da empresa. Dá consultoria periódica e mentoria ao empreendedor • Contatos mais frequentes com o empreendedor	• Atua no dia-a-dia da empresa ou em atividade de gestão ou cobrindo lacunas no time • Contatos permanentes com o empreendedor

Fonte: Adaptado de Macht (2011b), pág.270.

Para Macht (2011a) as pesquisas acadêmicas tendem a assumir que o envolvimento do investidor é não só esperado como desejado pelos empreendedores e o próprio Macht (2011b) aponta que nem sempre esse é o caso, já que os empreendedores enxergam a participação dos anjos com restrições especialmente quando o investidor possui pouco conhecimento a aportar ao negócio e que a insistência deste envolvimento pode levar a frustração, conflitos e até mesmo a saída de uma das partes. Collewaert (2011) complementa que estes conflitos podem surgir também quando há divergência nos objetivos ou prioridades ou mesmo percepção de atividade antiética de um dos dois lados (COLLEWAERT; FASSIN, 2011).

O contexto, também outra característica que difere esta modalidade de investimento dos investidores institucionais (Private Equity, Venture Capital), é o maior grau de informalidade das relações e do monitoramento de desempenho da empresa. Assim, as atividades de coordenação e organização dos esforços no período do pós-investimento tem um forte componente social. Contribuindo para isto Huang e Knight (2017) desenvolvem modelo, baseado na teoria da troca (exchange theory), que busca explicar como se desenvolve o relacionamento entre investidor e empreendedor e o impacto, dentre outros, no aporte de recursos materiais e sociais pelos investidores.

Huang e Knight (2017) argumentam que o relacionamento apresenta um aspecto multifacetado entre investidor e empreendedor que vai para além de uma

relação instrumental e aporte de recursos financeiros, e inclui uma relação afetiva que influencia e é influenciada pela troca material e desenvolvem um modelo dinâmico do relacionamento entre investidor e empreendedor, cada qual com um recurso que a outra parte valoriza. Pelo modelo proposto, os relacionamentos apresentam duas dimensões principais: i) instrumental – relacionada a compromissos e expectativas sobre ações de outra parte; e ii) afetivo – sobre compromissos e expectativas pessoais e sociais. Estas dimensões são construídas via sinalização de ambas as partes tanto no âmbito informacional (que vai impactar a construção do relacionamento instrumental), quanto no âmbito interpessoal (para o relacionamento afetivo). A sinalização se dá desde os primeiros contatos contribuindo para a formação, ou não, de laços que propiciem o início do relacionamento entre investidor e empreendedor, via o aporte inicial de capital, e continua ao longo de todo o relacionamento, fortalecendo ou enfraquecendo estes laços nas dimensões instrumental e afetiva e impactando o desejo e receptividade a novas contribuições tanto de recursos materiais como sociais. Outro ponto importante no modelo proposto por Huang e Knight (2017), estas dimensões se inter-relacionam como, por exemplo, quando um bom relacionamento no nível instrumental (por uma atividade completada satisfatoriamente) influencia na percepção afetiva das partes, e vice-versa.

2.3.3 Contribuições dos investidores anjo: *Smart Money*

Para Feear et al (2008) a atividade principal do investidor anjo é o monitoramento, e que este, pela proximidade e confiança gerada na relação, pode se tornar num papel de consultoria e monitoria beneficiando o empreendedor. No entanto, a evolução teórica dos estudos sobre este tema tem buscado expandir o entendimento do relacionamento investidor anjo-empreendedor e entender melhor as diversas dimensões em que se dá a contribuição do investidor.

Em uma extensa análise bibliográfica sobre investimento anjo, Tenca e Croce (2018) encontraram apenas 14 artigos que discutiam esta etapa do investimento anjo.

Dentre estes, destacam-se dois: Politis (2008) e Fili e Grunberg (2014); que, a partir da revisão da literatura, buscaram conceituar esta relação entre investidor e empreendedor e estabelecer uma conexão com teorias mais amplas visando melhor estruturar o entendimento do valor agregado do investimento anjo.

Politis (2008) divide a contribuição dos investidores anjo no período pós-investimento em duas dimensões:

a.1) capital humano: conhecimento e habilidades dos investidores acumulados durante sua experiência profissional ou em outros investimentos;

a.2) capital social do investidor: reputação do investidor como alguém confiável e competente; e

b.1) se voltada para governança interna, ou

b.2) se orientada para busca externa de recursos

Baseado nestas dimensões Politis constrói uma matriz de valor agregado pelos investidores anjo:

Figura 2 – Matriz de valor agregado pelo investidor anjo

	Capital humano	Capital social
Aporte de recursos	Consultoria e revisor da estratégia	Aquisição de recursos
Governança	Supervisão e monitoramento	Mentoria

Fonte: Politis (2008), pág.139.

Para estas quatro atividades o autor descreve seu principal valor agregado e relaciona com respectiva teoria que as suporta:

Quadro 1 - Aportes pelo investimento anjo e teorias de suporte

Valor aportado pelo investidor Anjo	Como se efetiva este aporte de valor	Suporte teorético
Consultoria e estratégia	Construção e proteção do valor agregado criado pela empresa	Resource Based Theory *– – Grupo de capacidades internas é fundamental para vantagem competitiva de longo prazo: Prahalad, Hamel (1990); Barney (1991)*
Supervisão e monitoramento	Minimização de conflitos de interesse via controles formais	Agency Theory *– Maximização do retorno ao investidor e redução do risco de má-gestão pelo envolvimento ativo do Principal: Jensen e Meckling, (1976)*
Aquisição de recursos	Criação e manutenção de um fluxo estável de recursos	Resource Dependency Theory *– Sobrevivência no longo-prazo depende da capacidade de controlar recursos e relacionamentos críticos: Pfeffer e Salancik (1978)*
Mentoria	Minimização de conflitos de interesse via controles informais	Relational Governance Theory – Troca de informações entre atores depende de componentes sociais que repetidos criam uma identidade em torno de normas e valores compartilhados: Fergusson (2005); Cable e Shane (1997)

Fonte: Politis (2008), pág. 137.

Fili e Grunberg (2014), baseando-se neste estudo anterior de Politis (2008), avançam na análise e buscam maior detalhamento nos tipos de atividades dos investidores no período do pós-investimento, bem como melhor explicar a dinâmica

destas contribuições uma vez que, argumentam, há conexão destas atividades, sobreposições e tensões.

Dada a característica do investimento anjo, feito nos estágios iniciais de uma empresa e com frequência lidando com empreendedores com pouca experiência, a gestão do risco para o investidor, tanto o risco de mercado como de agente, é bastante complexa na fase do pós-investimento.

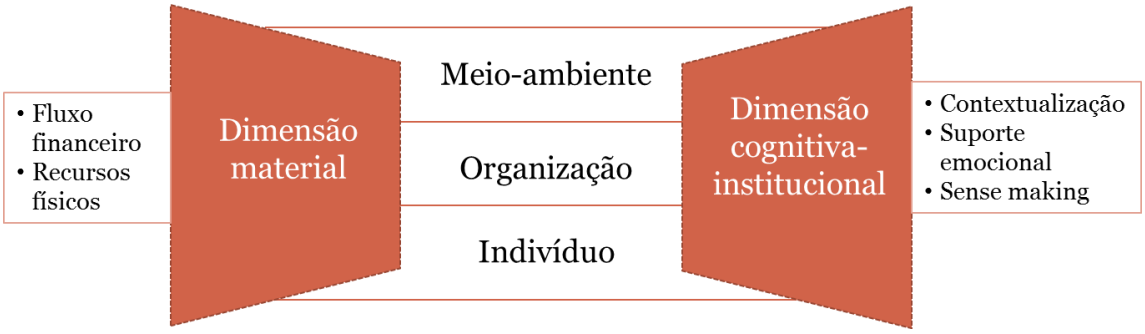
Para melhor estruturar esta complexidade, Fili e Grunberg (2014) apoiam-se em estudo de Ruef e Lousnbury (2007) para estabelecer um modelo (Figura 3) que considera que o aporte de recursos pelo investidor se dá tanto no nível cognitivo como material e em três níveis da atividade empreendedora:

b.1) Individual (do empreendedor)

b.2) Organizacional (da própria empresa)

b.3) Ambiental (entorno da empresa)

Figura 3 – Dimensões e níveis de atuação do empreendedorismo



Fonte: Fili e Grunberg (2014), pág. 94.

A partir deste modelo Fili e Grunberg (2014) incorporaram a análise da literatura existente sobre atividades de pós-investimento construindo a partir de análises mais empíricas um modelo teórico. Concluíram por cinco principais processos pelos quais os investidores contribuem para o empreendimento e exercem a gestão do risco associado ao investimento, o chamado *smart money* (ver Quadro 2).

Quadro 2 - Tipos de aporte do investidor anjo, dimensões da atuação e risco associado

Atividade do Investidor Anjo	**Definição**	**Dimensões principais**	**Controle de risco associado**
Aquisição de recursos e extensão da fronteira da empresa	• Lidar com stakeholders externos, por meio do uso de sua rede de contatos, conhecimento e experiência profissional • Expor a empresa a novas ideias e iniciativas • Influenciar na captação de recursos (dinheiro, pessoas) • Auxiliar no *storytelling* do empreendimento	• Intermediação entre ambiente externo e organização • Nível material quanto aos recursos; nível cognitivo quanto ao fluxo de informações e construção do *storytelling*	• Principalmente risco de mercado, mas há impacto no risco relacional na medida em que as partes se identificam com as atividades da empresa
Estruturação	• Introduzir a formalização de atividades e processos de decisão • Requisitar relatórios periódicos e planejamento formal • Melhorar e facilitar processo de gestão	• Nível organizacional • Ênfase da dimensão material	• Principal foco é risco de mercado, mas transparência e facilitação da gestão impacta risco relacional
Liderança	• Influenciar decisões • Participar no processo de decisão de atividades operacionais • Atuar como mentor ou coach do empreendedor	• Nível individual • Nível cognitivo	• Risco relacional, mas na medida em que interfere na alocação de recursos atua no risco de mercado também

Atuação	• Atuar em atividades do dia-a-dia da empresa • Cobrir gaps de conhecimento operacional ou insuficiência momentânea de recursos • Trabalhar como consultor para determinados projetos ou decisões da empresa	• Nível organizacional e material, pelo aporte de expertise • Nível individual e cognitivo pelo estreitamento de relacionamento	• Atua no risco de mercado ao suprir deficiência ou prover serviços de melhor qualidade; mas o simbolismo do investidor atuando na empresa impacta o risco relacional
Monitoria	• Analisar a performance individual e da empresa • Detectar potenciais problemas operacionais e desvios da estratégia	• Age em conjunto com demais atividades • Impacta em todas as dimensões, na medida que informações obtidas por cada atividade é analisada e monitorada • Principal atuação é no nível material, mas atua no cognitivo ao sinalizar onde o foco da empresa deve ficar	• Primordialmente no risco relacional, mas também no risco de mercado pela análise de performance

Fonte: Adaptado de Fili e Grunberg (2014), pág.106.

Do ponto de vista dos empreendedores, no entanto, há um aspecto negativo destas atividades, como apontam Levratto, Tessier e Fonrouge (2018). Parte destas contribuições e controles é feita em detrimento de um tempo que o investidor poderia estar dedicando ao próprio negócio com consequente potencial impacto negativo no desempenho das empresas.

Além disto, a qualidade da contribuição depende do conhecimento e experiência dos investidores e das expectativas dos empreendedores, o que pode gerar situações em que surgem tensões neste relacionamento. Um dos casos de potencial conflito apontado por Macht (2011b) se dá quando investidores anjo inexperientes forçam sua participação e contribuição pouco relevante aos empreendedores que receberam os aportes.

Interessante de notar é que estes conflitos podem ocorrer tanto pelo excesso de envolvimento do investidor anjo quanto pela falta deste envolvimento (APPELHOFF et al, 2015) e podem resultar, como apontam Collewaert e Fassin (2011), na percepção do desempenho da empresa, ou mesmo na redução do interesse de o investidor continuar aportando capital na empresa, e até do próprio empreendedor continuar à frente do negócio que fundou (COLLEWAERT, 2011).

A relação de confiança se estabelece tanto no nível cognitivo, sobre as informações e sugestões compartilhadas, quanto no nível afetivo, que atua na proximidade e força do relacionamento entre as partes e quando percepção de preocupação genuína sobre o outro (HUANG; KINGHT, 2017).

Empreendedores têm forte conexão emocional com suas empresas e senso de propriedade, mesmo após a entrada de investidores externos. Apesar de no geral serem receptivos a conselhos e certa coordenação de atividades pelos investidores, quando divergências em relação às prioridades chegam ao nível do confronto, pode levar a percepção de que os investidores estão agindo contrário aos seus interesses ou os da empresa, ou mesmo um questionamento quanto à sua capacidade como gestor (AVEY, AVOLIO et al, 2009) Do seu lado, o investidor anjo depende do empreendedor para informações sobre desempenho, riscos e oportunidades do empreendimento e a emergência de conflitos pode dificultar o acesso a estas informações o que por sua vez, afetará tanto a capacidade e o desejo dos investidores de aportarem tanto capital financeiro como social (BAMMENS; COLLEWAERT, 2014).

3 METODOLOGIA E DESIGN DE PESQUISA

Uma das dificuldades de se estudar relações entre agentes é a premissa de que são “agentes conscientes” que sabem o que estão fazendo e conseguem explicar seus pensamentos, atos e intenções (GIOIA et al., 2012). Seria assim o pesquisador apenas um repórter com a função de relatar de forma fidedigna o que lhe foi dito. Mas deve haver um esforço de interpretar as experiências que lhe são transmitidas e, sem impor teorias já definidas a priori, conseguir conectá-las à literatura sobre o tema de forma a possibilitar avançar no conhecimento sobre o tema que se propõe a estudar (GIOIA et al., 2012).

Assim, mais importante do que a quantidade de ocorrências de determinada observação, é a riqueza da experiência e sua relevância para o entendimento dos conceitos. Isto traz para a pesquisa qualitativa a questão de validade e confiabilidade de suas conclusões, já que, ao contrário da pesquisa quantitativa, possui baixa validação externa, uma vez que a frequência do fenômeno é desconhecida e sua generalização incerta (RITCHIE, LEWIS, 2003).

No presente estudo, baseado em entrevistas, é possível que se repetidas num futuro próximo como os mesmos entrevistados os resultados sejam diferentes pois os empreendedores, investidores e suas circunstâncias se alteraram. Assim, a confiabilidade em estudos qualitativos deve vir pela transparência no processo de pesquisa, análise e conclusões, permitindo ao leitor decidir pela relevância e validade do estudo (RITCHIE, LEWIS, 2003).

A metodologia escolhida foi de análise qualitativa por meio de entrevistas com empreendedores que receberam investimento anjo. O uso desta abordagem se justifica pela necessidade de levantamento mais profundo de informações acerca da relação investidor-empreendedor e dos benefícios percebidos nesta relação, buscando não só o que é expresso pelos entrevistados de maneira mais articulada, mas também motivos não claramente comunicados de imediato.

Como o fenômeno estudado ainda possui um arcabouço teórico limitado, a estratégia de pesquisa indutiva permite o surgimento de novos conceitos e relação entre os mesmos, que podem servir de pontos de partida para estudos futuros (SIGGELKOW, 2007). Siggelkow (2007) acrescenta que ao verem-se exemplos concretos dos conceitos, pode-se verificar mais claramente como pode funcionar em

casos práticos, sendo esta uma das vantagens sobre as pesquisas que lidam com grandes amostras.

A análise qualitativa se justifica também pela natureza exploratória deste estudo ao buscar entender como é percebida pelos empreendedores a participação dos investidores anjo nas empresas investidas (YIN, 2003) e desenvolver entendimento para além do que é disponibilizado publicamente. Por fim, por ser um fenômeno ainda muito pouco compreendido, especialmente no contexto brasileiro, e da necessidade de se buscar percepções dos empreendedores, à luz do fenômeno que se está estudando, reforçou a escolha da análise qualitativa com estratégia de pesquisa.

A unidade de análise da pesquisa foi a percepção dos empreendedores que receberam investimento anjo. Buscando captar se este processo varia de acordo com a experiência do empreendedor, foram entrevistados empreendedores com diferentes anos de experiência e tempo desde o primeiro aporte por um investidor anjo, bem como de processos distintos de investimento, com investidor individual ou via grupos e rede de anjos.

3.1 Seleção de entrevistados

A dificuldade e cuidado de se tratar dados sobre investimento anjo e de se conseguir obter uma amostra representativa é tema recorrente na literatura (PAUL et al, 2007; AVDEITCHIKOVA et al, 2008), no entanto para fazer avançar o entendimento sobre investimento anjo, deve-se balancear a preocupação da representatividade da amostra com a possibilidade de se obter insights sobre uma área ainda carente de pesquisa científica. Como alerta Meyer (2011), pela ausência de dados robustos, corre-se o risco de se desenvolver a pesquisa sobre empreendedorismo a partir da metodologia e não das questões relevantes sobre o tema.

A amostra de pesquisa foi obtida por indicação de investidores anjo, associações e dos próprios empreendedores entrevistados. Ao se basear majoritariamente em indicações vindas das áreas mais formais do ecossistema de empreendedorismo, este estudo representa uma análise de um espectro específico deste ecossistema, mas entende-se que se trata de um corte representativo e talvez o mais relevante do ponto de vista econômico e de inovação. Buscando uma amostra mais heterogênea, obteve-se uma amostra de empreendedores que

obtiveram investimento de um único investidor anjo de fora do grupo associações. Este grupo, apesar de pequeno, serviu para validar algumas das hipóteses levantadas durante a pesquisa.

A origem dos entrevistados se concentrou na cidade de São Paulo, onde se situa o pesquisador e as maiores associações de anjo, mas contou com empreendedores de cinco outros estados. Desta forma, a amostragem não foi probabilística, mas intencional e oportunista. O Quadro 3 inclui a descrição do perfil de todos os entrevistados. Há a possibilidade de as indicações terem se concentrado em casos em que a relação entre investidores e empreendedores seja mais próxima e o processo do pós-investimento encontravam-se mais estabilizados, excluindo-se, mesmo que não intencionalmente, os casos em que houve conflitos ou mesmo a saída de investidores ou empreendedores do negócio ou ainda de investimentos que não trouxeram o retorno esperado. Em uma ocasião, especificamente, um dos investidores recusou indicar para a entrevista um empreendedor, pois o relacionamento estava conflituoso. Este viés pode ser uma das razões do baixo índice de casos de conflito terem emergido nas entrevistas, mas entende-se que não impactou a análise das outras dimensões do relacionamento e da contribuição do investimento anjo.

Quadro 3 - Lista e perfil dos entrevistados

		Local da sede	Data de abertura da empresa	Quantidade de sócios	Tempo desde o investimento anjo	Quantidade de investidores anjo	Tipo de Investidor	Experiência profissional	Experiência como empreendedor
#	1	São Paulo	out/16	3	9 meses	14	Grupo	Alta	Baixa
#	2	Canoas	fev/17	3	16 meses	4	Grupo	Baixa	Baixa
#	3	Porto Alegre	mar/16	3	15 meses	5	Grupo	Baixa	Baixa
#	4	São Paulo	jul/17	2	21 meses	8	Grupo	Baixa	Baixa
#	5	Recife	nov/17	2	9 meses	4	Grupo	Baixa	Baixa
#	6	Curitiba	abr/18	3	13 meses	1	Individual	Alta	Baixa
#	7	São Paulo	jun/17	2	14 meses	12	Grupo	Baixa	Alta
#	8	São Paulo	ago/12	3	15 meses até o encerramento	11	Grupo	Baixa	Baixa
#	9	São Paulo	fev/16	3	26 meses	4	Grupo + Fundo	Alta	Alta
#	10	São Carlos	out/09	4	4 anos	4	Fundo	Alta	Alta
#	11	São Paulo	jan/17	1	8 meses	7	Fundo	Alta	Alta
#	12	Fortaleza	mai/16	2	14 meses	1	Fundo	Alta	Alta
#	13	Curitiba	fev/17	2	18 meses	2	Fundo	Alta	Alta
#	14	São Paulo	jan/17	2	20 meses	12	Grupo + Fundo	Alta	Baixa
#	15	São Paulo	out/17	3	15 meses	11	Grupo + Fundo	Alta	Baixa
#	16	Florianópolis	mar/16	4	3 meses	1	Fundo	Baixa	Baixa
#	17	São Paulo	fev/16	2	17 meses	23	Grupo + Fundo	Alta	Alta
#	18	Florianópolis	dez/15	2	27 meses	3	Individual	Alta	Baixa
#	19	São Paulo	jun/17	3	16 meses	1	Individual	Baixa	Baixa
#	20	São Paulo	ago/15	3	46 meses	2	Individual	Baixa	Baixa
#	21	São Paulo	mai/16	3	29 meses	6	Individual	Baixa	Baixa
#	22	São Paulo	abr/17	2	17 meses	2	Individual	Baixa	Baixa

Fonte: Autoria própria

3.2. Técnica de coleta de dados

Para a coleta de dados foram feitas, entre os meses de março e julho de 2019, 22 entrevistas individuais em profundidade com empreendedores, registradas por meio de gravação eletrônica. As entrevistas foram feitas tanto presencialmente como por Skype, para os empreendedores que solicitaram este meio e para os de fora da cidade de São Paulo. Apesar de alguns autores considerarem as entrevistas presenciais superiores às não-presenciais, pois permitem ao entrevistador observar e analisar informações não-verbais, autores como Sturges e Hanrahan (2004) equiparam em qualidade as duas modalidades de entrevistas, argumentando que é possível detectar as informações não-verbais, como pausas, mesmo nas entrevistas por telefone (Skype). Para este estudo, optou-se por dar preferência a entrevistas presenciais, mas não se descartou as entrevistas por Skype pelo interesse de buscar a experiência de empreendedores de outras cidades, ou quando os entrevistados mesmo estando em São Paulo mostravam forte preferência por este meio.

As entrevistas foram semiestruturadas, permitindo novos insights ao longo das conversas e oportunidade de resultados não originalmente buscados, mas válidos para a pesquisa. Das 22 entrevistas, uma foi descartada pois o processo de investimento estava ainda em seu início e, portanto, não permitia validar a existência ou não dos atributos elencados na literatura. As entrevistas duraram entre 26 e 76 minutos, com média de 48 minutos, foram gravadas, transcritas literalmente e enviadas aos entrevistados para validação. Antes de realizar as entrevistas garantiu-se aos entrevistados o seu anonimato e o da empresa e obteve-se a assinatura do Termo de Consentimento.

Para as entrevistas seguiu-se a estrutura elaborada por Creswell e Clark (2007), contendo: consentimento informado, cabeçalho, descrição do objetivo da entrevista, pedido de gravação, principais questões de pesquisa, agradecimentos, além do debrifing. O roteiro inicial de entrevista foi desenvolvido a partir da literatura e do modelo conceitual proposto (ver figura 4), e que teve por base principalmente os estudos de Politis (2008) e Fili e Grunberg (2014) que consolidam as dimensões do aporte do investidor anjo nas empresas, juntamente com o modelo proposto por Huang e Knight (2017) sobre a construção deste relacionamento. Após elaboração do roteiro inicial de entrevista, foi elaborada uma entrevista piloto para testá-lo e

após ajustes foram efetuadas as demais entrevistas. O roteiro final das entrevistas está disponibilizado no Apêndice A.

Por se tratar de estudo de fenômeno pouco analisado na literatura acadêmica e de uma área da atividade econômica ainda informal, e comumente chamada de VC invisível, a possiblidade de triangulação com outras fontes de informação é limitada (MASON et al., 2016). Para suprir esta ausência, e buscar aumentar a robustez, optou-se por dividir as entrevistas em blocos. À medida que as entrevistas e sua codificação avançavam buscou-se entender com que frequência e em quais circunstâncias alguns dos fenômenos levantados em entrevistas anteriores se repetiam e em que medida eram semelhantes aos casos já reportados. O objetivo desta abordagem foi de se concentrar em alguns pontos específicos com maior recorrência, deixando-se em segundo plano alguns dos conceitos que não apresentavam ressonância nas experiências expressadas pelos empreendedores.

Para diminuir distorções que podem surgir no processo de recontar experiências passadas, o foco da amostra foi direcionado para casos em que o relacionamento entre investidor e empreendedor se iniciaram há no máximo 3 anos e para possibilitar a emergência das dimensões estudadas neste relacionamento, buscou-se empreendedores que haviam recebido investimento há pelo menos um ano. Importante destacar que o ciclo do investimento anjo, principalmente em empresas de tecnologia, se dá em períodos de 12 a 18 meses quando novos aportes e entrada de novos sócios são necessários. Assim, o prazo de um ano de investimento deve ser necessário para a construção do relacionamento e a contribuição dos investidores visando o desenvolvimento do empreendimento.

Ressalta-se que, apesar de buscar processos de investimento que se iniciaram há mais de um ano, a fase de coleta de dados foi concluída com três entrevistas em que o investimento havia sido há menos de um ano. Contudo, em apenas um deles ficou claro que, em virtude do momento da construção do negócio, não houve oportunidade de desenvolvimento de relacionamento e de troca de experiências entre investidores e empreendedor. No outros dois casos, apesar de relativamente recente, pode-se constatar alguns dos conceitos que se buscava pesquisar.

Por fim, dos entrevistados, em apenas um caso havia prévio conhecimento pessoal pelo pesquisador, no entanto, todos eles sabiam que o entrevistador era um investidor anjo e que a origem da indicação para a pesquisa vinha de seus contatos

pessoais ou associações que participa. Isto pode ter influenciado na discussão de pontos negativos ou conflitos no relacionamento com seus investidores. Não se percebeu durante as entrevistas nenhuma hesitação em relação à crítica, tendo inclusive em um dos casos o entrevistado claramente expressando que ia ser crítico aos investidores.

3.3. Técnica de análise de dados

O processo de análise de dados inicia com a sua identificação e codificação o que além da organização e separação coerente destes dados, requer do analista conhecimento e criatividade, para poder classificar os fenômenos observados (STRAUSS; CORBIN, 2008).

Para a codificação utilizou-se a análise de modelo (template analysis), partindo de uma lista de códigos definidos a partir da literatura e mais especificamente do modelo conceitual proposto, buscando identificar quais temas se mostrariam mais importantes. Assim, as codificações estão relacionadas aos indicadores dos sinais interpessoais e informacionais (HUANG; KNIGHT, 2017) e aos cinco principais tipos de aporte não-financeiro (*smart money*) apontados por Fili e Grunberg (2014). Para cada entrevista buscou-se agrupar as codificações ao redor dos conceitos tratados na literatura que embasa o estudo e, tentando confirmar a efetiva ocorrência do fenômeno, sempre se buscou exemplos práticos do que era expresso em termos teóricos.

Os dados levantados nas entrevistas foram codificados utilizando o software Nvivo da QSR International, que permite a análise mais consistente e possibilita a identificação de padrões. A partir desta análise pode-se perceber quais temas eram mais recorrentes. Utilizou-se também o software Excel (Microsoft) para organizar a transcrição literal (*verbatim*) dos entrevistados aos respectivos códigos, permitindo complementar as análises e relações entre os códigos e características dos agentes. Isto possibilitou não só uma análise horizontal, de cada entrevistado em relação aos códigos encontrados, mas também vertical, com a frequência e forma de manifestação empírica de cada código. Com esta sistematização buscou-se melhor compreensão do fenômeno de forma que fosse possível a generalização dos insights levantados ou criar proposições a serem estudadas em pesquisas futuras.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O contexto em que se desenvolve a relação entre investidor anjo e o empreendedor é dinâmico e tem sofrido grandes transformações nos últimos anos. Dinâmico, pois é influenciado por fatores pessoais, organizacionais e do ambiente (RUEF; LOUNSBURY, 2007); fatores estes que impactam a relação e são impactados por ela. Tem também passado por transformações pela própria evolução do ecossistema empreendedor, sofisticação dos agentes e emergência de grupos de investidores anjos, incluindo, mais recentemente, os fundos de investimento anjo (HSU et al., 2014).

De um sistema altamente fragmentado e em sua maior parte desconhecido, o investimento anjo tem evoluído para um modelo cada vez mais caracterizado por grupos de investidores, além das incubadoras, aceleradoras, eventos e competições de empreendedorismo que têm trazido visibilidade a este grupo. Mas, como apontam Macht e Robinson (2009), a maiorias das pesquisas e discussões sobre o tema, o tratam como sendo formado homogeneamente por investidores individuais com interesses e formas de atuação semelhantes. Dada a escassez de estudos sob o tema, não se identificou significativa mudança neste tratamento, desde o referido trabalho de 2009.

Da análise dos dados percebeu-se que os conceitos propostos pela literatura, e relativo ao relacionamento entre investidores anjo e empreendedores e os tipos contribuições para o empreendimento, tem forte aderência com o que é percebido pelos empreendedores. No entanto, há indícios de que a evolução do ecossistema empreendedor tem trazido mudanças importantes para o fenómeno, mudanças essas que afetam o relacionamento entre o investidor anjo e o empreendedor, e a forma como as contribuições são percebidas na prática. Um achado importante da pesquisa está relacionado com as contingências relacionadas com o tipo de investidor-anjo (individual, grupo, fundo) e com o nível de experiência do empreendedor (alta ou baixa experiência), influencia a percepção pelo empreendedor do relacionamento que mentem com o investidor anjo, assim como das principais contribuições recebidas no pós-investimento.

Para detalhar e discutir estes pontos, esta seção está organizada da seguinte forma: i) análise das características do relacionamento entre investidor anjo e empreendedor e impactos no aporte do *smart money;* ii) evidências dos tipos de

aporte mais comuns e valorados na percepção dos empreendedores; iii) modelo conceitual proposto com base na literatura e no presente estudo; e iv) sistematização das contingências identificadas.

4.1 Análise das características do relacionamento entre investidor anjo e empreendedor e impactos no *smart money*

Partindo da análise da decisão de buscar investimento, conforme aponta Wasserman (2017) a preocupação em relação à perda da autonomia e controle da empresa está presente sendo verbalizada mesmo por empreendedores cujo processo de busca de investidor foi mais estruturado e consciente.

> Porque eu, claro, por um lado, eu tinha um medo, um temor, de ingerência. (...) Às vezes a gente até pensava: “vamos pegar um investimento?” (…) Vamos ganhar um chefe, o cara vai ficar mandando na gente [Entrevistado #15]

Esta perda de autonomia está ligada não somente à preocupação de se submeter suas ações à aprovação de terceiros, mas também à possibilidade de ter que compartilhar a gestão com pessoas sem conhecimento do mercado/produto ou sem experiência sobre as características de uma empresa na fase de startup.

> Pelo fato de serem os primeiros investidores da gente me deu um pouco de receio. O primeiro de todos é de que não eram da área e que iriam tentar mudar o caminho da empresa [Entrevistado #5]

O modelo proposto do relacionamento entre empreendedor e investidor proposto por Huang e Knight (2017) se mostrou aderente e, como também proposto por esse modelo, sujeito a variações dependendo de certas características dos atores e os esforços para construção da relação afetiva mais forte. Em outras palavras, os casos de empreendedores mais satisfeitos com o aporte do *smart money* eram aqueles que construíram uma relação interpessoal muito próxima que muitas vezes evoluía para uma mentoria pessoal ou mesmo amizade para além do ambiente de negócios.

> Mas com todos os investidores eu faço questão de manter uma relação muito próxima (...) Eu vou sugar eles no que eles puderem. O que eles puderem falar para mim vai ser bom eu captar, e eu informando eles (sic) sobre o que está acontecendo na minha empresa, eles vão estar sempre alinhando comigo, não vão estar nunca desinformados [Entrevistado #10]

> Por exemplo, a gente fez uma nova rodada agora, acabou de fazer, mais um milhão. Os investidores atuais que colocaram. A gente não teve nenhum de fora. Porque eles sabem o que está acontecendo [Entrevistado #10]

> Até hoje bons amigos. Na vida pessoal também. Vou viajar de férias e encontro ele em Nova Iorque. Confidente pessoal. Psicólogo. [Entrevistado #10]

Nos casos analisados detectamos ainda que, mais do que a experiência dos empreendedores, seu conhecimento do ecossistema e a proatividade em se aproximar dos investidores contribuíram para a formação de relações com maior colaboração. Mesmo empreendedores experientes se viram frustrados em suas expectativas ou por não as colocarem claramente no início do relacionamento ou por acabarem se voltando para a solução interna dos problemas e se esquecendo da necessidade da construção de laços mais fortes com seus investidores.

> (…) falhas que eu considero que foi nossa, de não ter buscado isso, assim, de ter as pessoas na mesa ali, elas terem se comprometido a fazer e tal, mas a gente não correu atrás também disso [Entrevistado #8]

Avançando no modelo proposto por Huang e Knight (2017), outra das proposições que encontramos evidências foi da influência da relação afetiva na relação instrumental, mais especificamente, como a redução da intensidade da relação afetiva reduziu o interesse de o empreendedor em receber recursos dos empreendedores. Nos casos analisados, a falta de suporte para uma proposta do empreendedor, o questionamento quanto a viabilidade do negócio ou mesmo a maior distância de um dos investidores formaram razões para que os empreendedores reduzissem a importância ou peso da contribuição dos investidores. Em alguns casos este distanciamento tem levado inclusive à consideração de retirada dos investidores em rodadas subsequentes de captação (*cash-out*).

> Isso me deixou duvidosa, por não ter reconhecido o que era (...). É difícil. Uma sugestão do (investidor X que deu mais suporte) hoje tem mais peso. [Entrevistado #4]

> (...) eu tenho investidor que não liga muito. Esse cara está na minha lista de (cash out), porque se esse cara nunca tem tempo para a gente [Entrevistado #10]

Apesar da importância da construção da relação afetiva, não se viu, na percepção dos empreendedores, maior preocupação dos investidores em analisar os sinais interpessoais; sendo relatado durante a fase de pré-investimento maior foco às questões relacionadas ao processo de investimento e aporte dos recursos financeiros. Isto talvez porque esta análise dos atributos interpessoais seja feita de forma sútil ou mesmo inconsciente durante a negociação do aporte financeiro.

Então, potenciais sinais interpessoais, citados por Huang e Knight (2017), como comunicabilidade, abertura a discussão e questionamento e alinhamento de visão podem emergir da própria dinâmica de negociação; mas não foi algo claramente percebido como analisado no início dos relacionamentos.

Observando as características dos investidores conforme descritas pelos empreendedores, encontramos duas situações em que a construção da relação afetiva parece ser mais forte: a) quando o investidor foi ou ainda é empreendedor, pois há uma empatia percebida pelo empreendedor e a percepção de que o investidor entende melhor o momento e as dificuldades da empresa; e b) quando há grande proximidade do investidor, normalmente sendo este o primeiro ou um dos primeiros a investir na empresa.

> Evoluiu para mentoria, principalmente para os que são empreendedores [Entrevistado #2]

> (...) ele investe também, de gostar de sofrer as dores do empreendedor junto, então ele acaba estando tão próximo a ponto de que o nosso relacionamento é bem de sócio, acho que mais do que de investidor [Entrevistado #6 sobre investidor-anjo com perfil empreendedor]

Apesar de não ter sido o objetivo da pesquisa, percebeu-se que à medida que a empresa avança em novas rodadas de captação, os novos investidores, mesmo com características de anjo, passam a ter o perfil mais de investidor financeiro, construindo laços mais fracos e reduzindo o potencial de aporte do *smart money*.

Interessante notar que, nos casos com a participação de fundos-anjo, a construção de relacionamento se dá também entre as empresas investidas do fundo. A comunidade criada ao redor do fundo propicia a criação entre eles de um laço que leva a troca de experiências e ajuda mútua que complementa o aporte instrumental do investidor institucional. Esta comunidade é propiciada pelo próprio fundo ao criar formas da construção destes relacionamentos.

> No [investidor anjo institucional] como a gente tem um grupo com os outros empreendedores têm muita troca de experiência nesse sentido [Entrevistado #9]

> (...) no caso do [investidor anjo institucional], com todos os outros empreendedores investidos. É muito fácil chegar em qualquer um desses empreendedores, pela mentoria, de trocas importantes [Entrevistado #13]

4.2 Contribuições chave percebidas pelos empreendedores (*smart money)*

Em seu estudo, Fili e Grunberg (2014) partem da revisão da literatura sobre as atividades do investidor anjo no período pós-investimento e a traduzem e aglutinam em processos distintos para melhor sistematização e conceitualização. Estes cinco processos são: i) aquisição de recursos e extensão da fronteira; b) estruturação; c) liderança; d) monitoria; e) atuação.

Das entrevistas observou-se que a extensão da fronteira e estruturação foram também as principais contribuições percebidas pelos empreendedores. A contribuição menos saliente observada foi a da atuação direta, possivelmente refletindo o tipo de investidor anjo, que se aglutinou em grupos e que tende a fazer vários investimentos e/ou que possui atividade profissional paralela. Apresenta-se abaixo com um pouco mais de detalhes como cada uma destas contribuições se manifestou nas situações estudadas.

4.2.1 Aquisição de recursos e Extensão da fronteira

A aquisição de recursos e extensão da fronteira são as contribuições mais procuradas pelos empreendedores quando falam de *smart money*, sobretudo falando de acesso a potenciais clientes e futuros aportes financeiros via rede de relacionamento dos investidores anjo. E para melhores perspectivas de alcançar seus objetivos os empreendedores buscam investidores com *pedigree*. Estes investidores mais experientes e com *track record* acabam representando um selo de qualidade para a empresa. Para este fim, grandes investidores e os com perfil institucional se mostram os preferidos, apesar de que pelas próprias características são os que têm menor capacidade de estarem próximos das empresas e empreendedores.

> (…) não tem o conhecimento, ou eu não tinha, de como é o dia a dia do investidor. A gente tem na cabeça da gente que, por exemplo, para uma próxima rodada todos os investidores vão se unir para te apoiar, para te levar para uma próxima rodada, e eles apoiam em uma certa medida, de quantas empresas eles têm para trabalhar. [Entrevistada #17]

Neste ponto se vê mais claramente que uma ação mais consciente e proativa dos empreendedores resulta em retornos mais satisfatórios. Ao conseguirem definir claramente os recursos e as competências que necessitam, alguns dos empreendedores puderam trabalhar a construção de um grupo de investidores que

pudessem efetivamente cobrir os gaps que possuíam. Para isto foi importante terem o tempo para trabalharem neste processo. O que se viu em outros casos foi o de empreendedores mais preocupados em garantir os recursos financeiros do que pensar nas outras dimensões do aporte dos investidores-anjo.

Em relação à aquisição de recursos, vemos grandes investidores que via acordos ou rede de contatos conseguem prover acesso a recursos importantes principalmente para empresas de tecnologia, como, por exemplo, servidores em nuvem, que algumas vezes superar em valor monetário o próprio aporte financeiro.

Por ser a dimensão de maior interesse e expectativa no início do relacionamento, apresentou-se também a que trouxe maior frustração. Ao se escolher investidores proeminentes nas suas áreas de atuação, e muitas vezes com experiência no mercado da startup, os empreendedores esperam em contrapartida certo engajamento dos investidores. Até porque há um compromisso financeiro. Na prática, no entanto, o que se vê em alguns casos são investidores sem capacidade de dar o apoio esperado ou mesmo sem interesse por tratar o investimento do ponto de vista puramente financeiro.

4.2.2 Estruturação

Talvez a contribuição mais marcante no investimento anjo, a entrada dos primeiros sócios externos introduz a e formalização de processos e tomada de decisão, maior detalhamento e sistematização do planejamento e discussão estratégica e controles mais claros via a geração de relatórios. A estruturação está relacionada ao processo de amadurecimento da empresa quando os empreendedores passam a ter que prestar contas de suas atividades a terceiros, trazendo a necessidade de uma governança que não existia ou era muito informal. Assim, apesar desta atividade estar fortemente relacionada ao nível organizacional e dimensão material pelo auxílio no monitoramento e acompanhamento da alocação de recursos, das entrevistas emergiu um impacto no nível individual e cognitivo ao fazer o empreendimento, até então visto quase que como uma aventura, passar a se converter em um negócio.

> (...) trazer esse tipo de conhecimento administrativo dessas grandes empresas para dentro da nossa empresa (...) Antigamente, a gente fazia muita na raça e na coragem. Hoje em dia, a gente não pode fazer mais isso, a gente precisa se planejar (...) a gente nunca teve um relatório desse antes de eles entrarem. Com esse tipo de relatório, a gente teve que se organizar para poder, de verdade, começar a emitir [o relatório] [Entrevistado #6]

As exigências dos investidores anjo por informação e planejamento forçam os empreendedores a investir na organização dos dados e na reflexão das atividades, erros e acertos.

Interessante pontuar que mesmo para os casos que os investidores foram percebidos como mais distantes, a simples exigência da elaboração do relatório é articulada como fator que trouxe maior controle sobre a empresa, ainda que os empreendedores não tenham a evidência de que os investidores utilizem as informações geradas.

Detectaram-se também duas formas principais de como a estruturação se dá. Há um processo evolutivo em que partindo de processos já existentes, a pedido dos investidores a empresa agrega indicadores e relatórios e aprimora sua forma de compartilhar e analisar informações, além de estabelecer revisões periódicas da estratégia e de decisões mais importantes. Outra forma detectada foi para os casos de investidores com mais experiência ou mais bem estruturados que já possuíam um modelo de relatório padrão. Nestes casos, este padrão foi implementado nas empresas investidas. Para os investidores estes relatórios padronizados são importantes para facilitar a comparabilidade entre as empresas investidas e detecção de desvios dos principais indicadores.

Este processo de implementação e aprimoramento da estruturação se observou mesmo com empreendedores com experiência profissional ou empreendedora anterior, o que indica a importância e efetividade do investimento anjo para esta contribuição.

4.2.3 Liderança

Pode-se dizer que o exercício da liderança pelos investidores anjo se dá em dois momentos principais, com implicações específicas para o desenvolvimento da relação entre empreendedores e investidores-anjo.

> (...) Será que esse é o melhor caminho? Será que é isso mesmo que a gente deveria fazer? E eles disseram: “Façam, até porque a empresa de vocês precisa continuar crescendo”. [Entrevistado #5]

Percebe-se a liderança no auxílio na tomada de decisão, podendo ser mais sutil indicando o caminho ou mais impositivo, demandando que determinada opção seja a escolhida. Para ambas as situações contribuiu para a aceitação desta liderança a percepção da experiência do investidor no assunto ou no mercado. Nos

casos em que investidores eram vistos mais como generalistas percebeu-se uma hesitação dos empreendedores em aceitarem a liderança dos investidores.

Apesar de não ter sido objeto de aprofundamento desta pesquisa, estas interações sobre tomadas de decisão aprofundam os sinais informacionais que vão reforçando ou enfraquecendo a relação instrumental entre os empreendedores e investidores ao ponto de que determinados investidores se tornarem gestores/membros de conselho informais e empreendedores passam a contar com sua aprovação para todas as ações importantes.

> (...) a gente tem que estar em contato, então às vezes ele é como se fosse parte da empresa (...) Então muitas coisas a gente conversa com ele, então ele está bem ativo nessa área de conversar (...) A gente sempre discute todos os projetos em que a empresa está trabalhando (...) Eu acho que é mais uma coisa que eu senti a necessidade de falar, mas eu me sinto na obrigação de estar mostrando. [Entrevistado #19]

Outro importante processo de liderança detectado foi em momentos de instabilidade ou crise, onde os investidores atuaram com uma rede de proteção tanto material quanto emocional. A dimensão material se observou quando investidores tomam a frente em negociações difíceis, definem melhor ação e se propõe a executá-la ou até mesmo fornecendo momentaneamente recursos necessários.

> (…) aí na reunião a gente levantou isso, e aí eles disseram: “Não, não, tem que ser um comercial em São Paulo”, “Então beleza, vai ser um comercial em São Paulo”, não foi uma decisão, a gente nunca põe a decisão na mão dos investidores, quem decide são empreendedores, mas a gente senta e escuta eles [Entrevistado #5].

A dimensão emocional/cognitiva da liderança se mostrou como uma rede de proteção ao empreendedor ao apoiar e prover suporte, lidar com medos, hesitações e frustrações do processo de empreender.

> Eu sinto uma segurança de ter essa pessoa, com quem eu possa recorrer, com quem eu posso contar (...). É anjo porque ele realmente salva, principalmente na hora de desespero. [Entrevistada #4]

Conforme definido e previsto no modelo de Fili e Grunberg (2014) este processo de liderança quando bem definido e desenvolvido, evolui para uma mentoria do empreendedor e até para uma relação de amizade que extrapola o interesse imediato no empreendimento.

> (…) ajuda em soluções, na vida, em tudo. Até problemas da vida eu procuro eles *(sic)* e converso. Eu que procuro. [Entrevistado #7]

> O [omitido] é o mentor da vida, então o (*omitido*) é o meu mentor, realmente, da vida. Ele já me aconselhou em várias coisas não só profissionais, mas também pessoais. [Entrevistado #8]

Por fim, outro aspecto interessante detectado foi relacionado à liderança dos investidores entre si, com o mais experiente coordenando as ações e o relacionamento com empreendedor e facilitando o processo de relacionamento e tomada de decisão ou até mesmo sendo anteparo entre investidores e empreendedores em momentos de conflito ou de decisões mais complexas.

4.2.4 Monitoria

A monitoria pode ser definida como a atividade por excelência no período de pós-investimento, quando os investidores fazem o acompanhamento da evolução do empreendimento visando detectar variações na performance esperada, podendo ter um caráter tanto passivo de apenas receber as informações produzidas pelas empresas, quando mais ativa de busca e atuação neste desenvolvimento.

Ao fazer este acompanhamento, atua principalmente no nível individual e visa reduzir o risco relacional de atuação inadequada do empreendedor. É, por isso, a atividade do investidor com maior potencial de conflito com os investidores, pois pode ser vista como ingerência excessiva, atividade sem valor agregado ou até mesmo reflexo de uma desconfiança do investidor.

> (...) Sempre tive medo de investidores, porque eu sempre achei que iam ficar pessoas contra a gente, cobrando resultado. Isso me surpreendeu positivamente, porque não é a postura deles, de forma alguma. [Entrevistado #4]

O que se pode notar é que nos casos de presença de um investidor individual ou líder de um grupo, este monitoramento é periódico e constante, surgindo da própria proximidade e atua simultaneamente com outros processos, como a estruturação do planejamento ou na liderança em certas tomadas de decisão

> (...) agora ele vem quinzenal (...) ele é uma pessoa muito disciplinada, e isso é muito legal. E aquela questão dos *reports* que a gente vê, ele dá o feedback: “esse mês está tanto, esse mês está tanto”. Ele acompanha bem próximo. [Entrevistado #15]

Mas à medida que a relação se dá com investidores mais experientes, com maior quantidade de empresas investidas, até chegar ao modelo do investidor institucional, o monitoramento vai se tornando mais passivo, pela própria incapacidade do investidor de acompanhar ativamente uma grande quantidade de empresas.

> Eles têm acesso a todas as informações financeiras, a hora em que eles quiserem, embora não entrem a fundo [Entrevistado #13]

> (...) a monitoria é basicamente via relatório. É assim, tem lá os KPIs que para eles são importantes e principalmente financeiros e aí isso. [Entrevistado #9]

O balanço final é um misto de surpresa, alívio e alguma frustração pelo relativo pouco tempo que os investidores têm para se dedicar às empresas. Surpresa e alívio, pois, uma grande preocupação dos empreendedores é a perda de autonomia e interferência nas atividades de suas empresas, mas que não se materializa. A frustração vem quando este baixo envolvimento se reflete em pouca ajuda em questões importantes, tais como busca por clientes e negócios ou em novas rodadas de captação, levando inclusive a considerações sobre a saída do investidor (*cash-out*), como já comentado anteriormente.

Mas um aspecto que merece ressaltar é o valor do monitoramento como sinalização do que é importante, apenas pelo fato de se buscar informação acerca de determinado tema. Neste aspecto vimos o monitoramento indicando a importância de se enfocar na execução do plano, em detrimento a questões mais estratégicas, e na solução prática de problemas, principalmente levando em consideração o mercado que se busca atingir.

4.2.5 Atuação

A atuação, entendida como dedicação de tempo para desenvolvimento de atividades do dia-a-dia da empresa, foi a contribuição com menor saliência. Foi detectada em casos específicos de desenvolvimento de aspectos tecnológicos e produtos, ligados à área de expertise do investidor, e no auxílio pontual na gestão financeira para suprir deficiência específica do empreendedor.

> Foi quando eu demiti meu CTO. Um dos anjos veio para cá, a gente ligou para ele (…) aí ele veio para cá dar uma olhada em tudo, viu como estava a casa, organizou um pouco [Entrevistado #7]

Ela se mostrou mais presente nos casos de investidor anjo atuando individualmente e com empreendedores com pouco experiência, quando, além de uma liderança efetiva na condução dos negócios, este investidor necessita cobrir diretamente lacunas de capacidade das empresas.

> Ele chegou a ajudar, por exemplo, toda a parte de documentação que precisava da empresa, tudo o que precisava de tudo era partindo dele. [Entrevistado #19]

Pode-se inferir que a menor incidência deste tipo de contribuição se deve ao perfil dos investidores envolvidos nos empreendimentos estudados, composto de profissionais ainda atuando em suas atividades, quer como empregado quer como gestor de empresas, e de investidores com número significativo de investimentos e portanto sem disponibilidade de se dedicar a atividades que requerem maior dedicação de tempo nas empresas investidas.

4.3 Modelo Conceitual Proposto

Com base na literatura e na análise das entrevistas, é proposto nesta seção um modelo conceitual (ver figura 4) que reflete o relacionamento entre o investidor anjo e o empreendedor e o ponto de vista do investidor anjo sobre as dimensões de impacto ou contribuições que o investidor anjo pode ter na empresa investida via o aporte de seu capital humano e social (i.e., *smart money*).

As trocas entre empreendedor e investidor anjo se dão num ambiente de grandes incertezas acerca da viabilidade do negócio, da capacidade dos agentes e da sua confiabilidade dentro do que é esperado nesta relação. Os interesses são muitas vezes distintos e variam ao longo da jornada do investimento. Estas trocas podem fortalecer ou enfraquecer a relação entre as partes afetando o seu relacionamento, que é a base para as contribuições dos investidores (HUANG; KINGHT, 2017). As ações do investidor visam à gestão dos seus riscos, tanto de mercado como de agente, mas estas ações traduzem-se em um aporte de recursos materiais e não materiais para a empresa e o empreendedor, o smart money, como detalhado anteriormente.

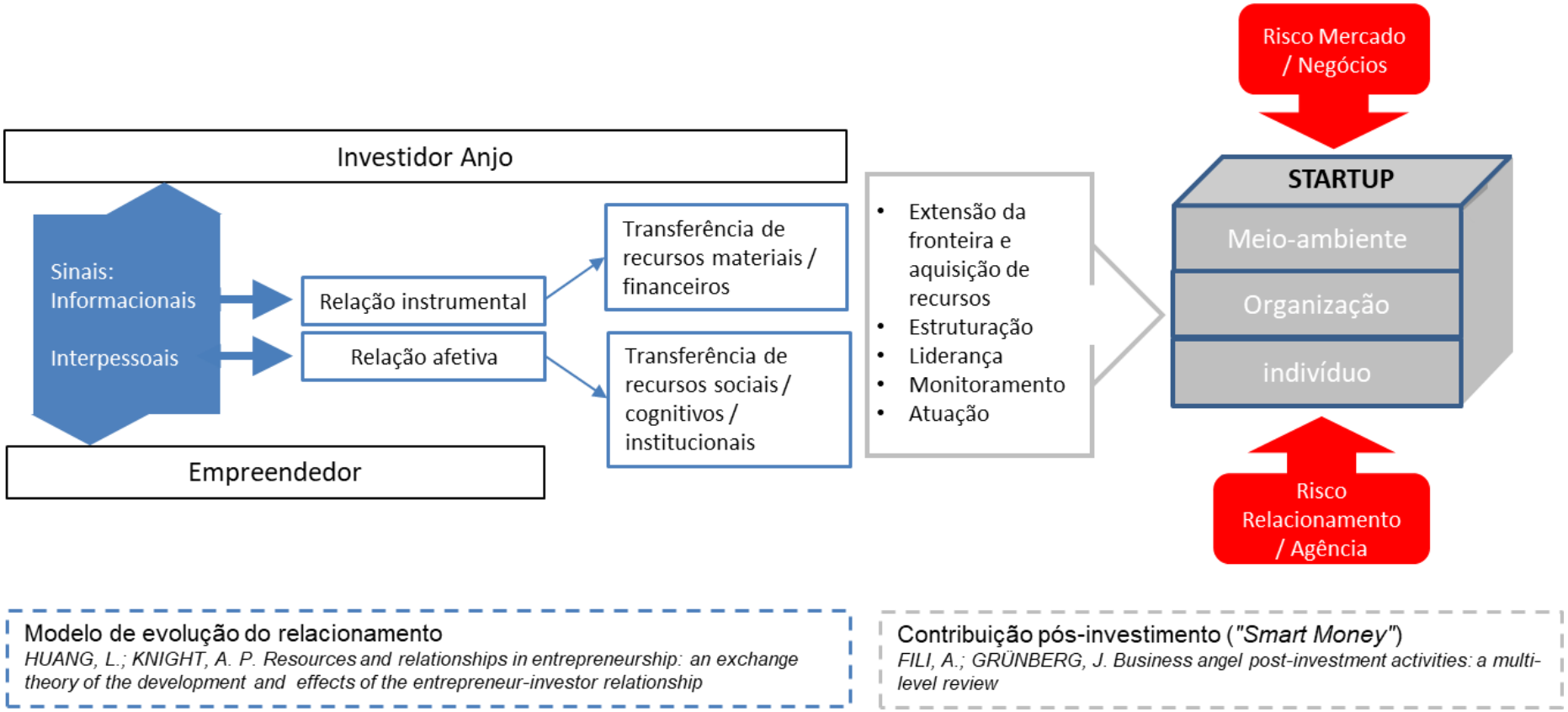
Os empreendedores procuram principalmente a extensão da fronteira e recursos, o que não surpreende dado que a escassez de recursos é uma das características das empresas nas fases iniciais de seu desenvolvimento. Porém o que se vê é uma contribuição igualmente importante na estruturação por meio da formalização do planejamento, processos de tomadas de decisão e articulação da estratégia; também na liderança, ajudando na tomada de decisão e evoluindo para mentoria do próprio empreendedor, e dando suporte em momentos de instabilidade dos negócios ou de pressão emocional nos empreendedores.

Assim, tomando o modelo de Fili e Grunberg (2014), pode-se observar uma interessante dinâmica que parte da busca pelo empreendedor de contribuições mais ligadas ao ambiente e focadas na dimensão material, que evolui na prática para

contribuições voltadas em igual importância para os níveis organizacionais e individuais atuando na dimensão cognitiva. Interessante notar que a importância da contribuição na estruturação e liderança é reconhecida, mesmo por aqueles que não tinham o investimento anjo como principal alternativa de fonte de recursos financeiros. Um caso que ilustra esta evolução seja o Entrevistado #3:

> (...) preferiria mil vezes ter pego todo o dinheiro no banco, pelo preço que teria o dinheiro do investidor, pelo sócio que tu ganha. [Entrevistado #3]
>
> (…) um deles eu acho que se apaixonou um pouco mais pelo nosso negócio, então ele sempre tem o nosso negócio em mente e eu notei que ele começou a (...) que é o cara mais smart money que a gente tem hoje [Entrevistado #3]
>
> Ele [o relatório] dá um *insight* até para a gente. É muito bacana. Dá trabalho para caramba, mas é bom fazer (...) [Entrevistado #3]
>
> (…) me ajudou a amadurecer e tornar o negócio mais sério porque enquanto a gente estava ali lidando com o dinheiro nosso e a coisa (...) Beleza, se der errado, deu, paciência. Agora eu vejo assim, a gente sente uma responsabilidade maior [Entrevistado #3]

Figura 4 – Modelo conceitual proposto: relacionamento empreendedor-investidor e contribuição do investimento anjo no pós-investimento



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Huang e Knight (0217) e Fili e Grunberg (2014)

4.4 Contingências identificadas

Com base nas entrevistas foi possível entender que o relacionamento entre investidor e empreendedor e a forma como a contribuição do investidor anjo é percebido pelo empreendedor são impactados pela experiência anterior do empreendedor, principalmente em empresas do tipo startup, e de como o investidor anjo atua, se individualmente, em grupos ou via fundos (i.e., tipo de investidor). O estágio do empreendimento e a conexão entre as necessidades da empresa e habilidades dos investidores anjo, também são contingentes da percepção dos empreendedores em relação ao objeto de estudo.

Empreendedores com mais experiência em startups, em sua maioria, já passaram pelo processo de receber investimento e de gerenciar o relacionamento após o investimento, moderando suas expectativas e ajustando sua forma de atuar visando extrair do investidor o que considera mais importante. As relações e o aporte do *smart money* nestes casos mostrarem-se mais efetivos. Como abordado por Cohen e Levinthal (1990), a habilidade de absorver, assimilar e aplicar um conhecimento externo depende do capital humano de um empreendimento, baseado na experiência profissional, experiência pessoal e mesmo educação formal. No caso de empresas do tipo startup, que buscam inovação e rápido crescimento, há ainda a influência das etapas do desenvolvimento da empresa, quando os papéis desempenhados, necessidades, interesse e capacidade de contribuição vão se alterando.

Do lado dos investidores, à medida que se aglutinam em grupos e fundos, além de atrair investidores puramente financeiros, estes investidores acabam aportando recursos em várias empresas, diluindo em parte sua capacidade de maior contribuição para o sucesso das investidas. Alguns destes grupos tendem a criar estruturas institucionais para suprir esta dificuldade, mas que pode não ser efetiva quando a proximidade do empreendedor é importante.

Em processo de desenvolvimento do ecossistema semelhante ao descrito em outros países (MASON et al., 2016), vê-se no Brasil a formação de diferentes tipos de investidores com objetivos e formas de atuar diferentes, além da consolidação das associações e os grupos de investidores anjos, e até mesmo fundos de anjos. Esta evolução mostrou ter implicações relevantes para o relacionamento entre empreendedores e investidores anjo que precisam ser aprofundadas.

A evolução do mercado de capital de risco anjo em associações e até fundos de capital anjo, trazem algumas vantagens para o investidor em relação a investir sozinho, tais como: aumento de oportunidades de investimento, socialização com outros investidores, troca de experiências, colaboração no processo de análise e due diligence, possibilidade de investir em negócios um pouco mais maduros e que requerem maior volume de investimentos e diversificação (LERNER, 2012); porém há potencial descaracterização da função do investimento anjo, com a busca de apenas retorno financeiro, em detrimento ao *smart money* de interesse para o empreendedor.

Alguns destes grupos, pelo tamanho e rede formada, conseguem fornecer parte dos benefícios pela sua estrutura, e há algumas ações ativas de suporte como sugestões de participação em atividades de desenvolvimento de conhecimentos específicos e de construção de relacionamento.

> A maior contribuição deles é networking, sem sombra de dúvida… o contato com todos os outros empreendedores investidos [Entrevistado #13]

> (…) como a gente tem um grupo com outros empreendedores, tem muita troca de experiência [Entrevistado #9]

No entanto, a análise das entrevistas indica que este modelo de rede de empreendedores construída ao redor de grupos de anjos ou fundos, depende de maior pró-atividade dos empreendedores e que atua melhor em atividades de extensão da fronteira. Em momentos de necessidade de maior proximidade e liderança, a relação mais fraca entre empreendedores e investidores atuando em grupo ou via fundos pode prejudicar a efetividade da contribuição. Isto foi percebido com mais clareza com investidores menos experientes em que a distância impediu a busca de suporte forma mais efetivo.

> (…) nós não demandamos nenhuma ajuda, mas também não houve busca por parte deles de tentar entender e de tentar ajudar [Entrevistado #12]

Do lado dos empreendedores, também conseguimos ver esta evolução do ecossistema, com casos de empreendedores na gestão da segunda ou terceira empresa, o que se reflete em maior clareza dos objetivos ao buscar os investidores e o que procura extrair de cada um.

Ainda sobre o investidor anjo institucional, notou-se que parte da relação afetiva é construída ao redor dos principais gestores do fundo, o que indica a importância deste tipo de relacionamento para empresas de startup, tanto para

aceitar e buscar demais benefícios que o investidor proporciona, como também para serem considerados nas alocações destes recursos. A importância desta relação pareceu ir além de simplesmente ser lembrado pelo investidor, mas ser alguém com capacidade de aproveitar o investimento a ser feito.

> Tem mais uma reunião mensal com o (*omitido*), que é um dos fundadores do (*omitido*), mas é muito mais porque eu quero aproximação deles do que ele em si monitorar [Entrevistado #13]

Por ser um mercado fragmentado, com muitos tipos de agentes em diferentes fases e interesses, a generalização é sempre difícil quando se trata de empreendedorismo em geral e investimento anjo em particular. Ciente desta limitação, a partir das entrevistas, e considerando as características dos empreendedores entrevistados e dos investidores em suas empresas, apresenta-se abaixo no Quadro 4 os tipos de investimento anjo e como se percebeu o relacionamento com os empreendedores.

Quadro 4 – Impacto do tipo de investidor e experiência do empreendedor na percepção do empreendedor sobre o relacionamento e contribuições à empresa

Tipo de Investidor Anjo	Empreendedor com **baixa** experiência	Empreendedor com **alta** experiência
Individual: - Alta nível de atenção aos empreendedores - Liderança que evolui para mentoria - Geralmente com expertise em mercado específico	- Investidor anjo é o centro da empresa por onde passam maioria das decisões - Laços interpessoais fortes - Mentoria evolui para aspectos da vida	- Pouco comum, geralmente empreendedores com alta experiência já se estruturam para buscar grupo ou fundo - Investidor como consultor e quase-passivo
Grupo: - Acompanhamento difuso até surgimento de um líder - Liderança pontual em discussões específicas - Líder faz às vezes do investidor individual	- Obtém a primeira institucionalização e governança - Relação evolui com amadurecimento do empreendedor - O investidor líder como mentor	- Maior controle do empreendedor sobre estrutura de relacionamento - Busca contatos individuais à medida da necessidade - Maior empatia e liderança com investidores com experiência de empreendedor
Fundo: - Monitoria passiva - Grade contribuição em networking - É um “selo de qualidade”	- Pouco comum, empreendedor não parece conhecer ou ter acesso a este tipo de investidor - Geralmente em estrutura em que fundo atua com um grupo - Do grupo emerge o líder	- Buscam aproximação aos gestores/sócios do fundo - Buscam o selo e o networking - Na presença de um grupo ou investidor líder, o fundo fica numa posição passiva

Fonte: Autoria própria

Com base nesta sistematização de contingências identificadas, são apresentadas algumas proposições a serem exploradas em estudos futuros.

Proposição 1: Relações mais próximas entre investidor individual e empreendedor permitem maior efetividade das contribuições do investidor anjo.

Proposição 2: À medida que os investidores anjo se estruturam ao redor de grupos ou fundos as relações tendem a enfraquecer, tornando a governança passiva e as contribuições menos efetivas.

Proposição 3: Nas estruturas com grupos de investidores ou em fundos, a emergência de um investidor líder auxilia no fortalecimento das relações e maior efetividade das contribuições.

5 CONCLUSÕES, CONTRIBUIÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

O empreendedorismo vem ganhando importância, atraindo a atenção de governos, investidores e outros órgãos interessados em fomentar a inovação e crescimento econômico (WILSON, 2015). A dificuldade de acesso a capital tem sido apontada como um impeditivo importante na formação e crescimento de novas empresas e o investimento anjo é uma fonte importante e crescente de capital para estas empresas (CASSAR, 2004; OECD, 2011). Para as startups, o investimento anjo tem se mostrado uma fonte importante de recursos, apoiando as empresas no seu desenvolvimento.

Alguns estudos têm se aprofundado no impacto que o financiamento e envolvimento de anjos têm no futuro da firma investida aumentando, assim, as chances de sobrevivência e saídas pela venda ou oferta pública de ações. Mas, além da necessidade de capital financeiro, empreendedores em estágio inicial do desenvolvimento de seus negócios precisam cobrir deficiências em conhecimento técnico e de mercado e em muitos casos, sua própria inexperiência em gestão e limitada rede de contatos. Os investidores anjo, por sua disponibilidade e proximidade, possuem as características ideais para apoiarem as empresas em fase de startup (HARDING; COWLING, 2006).

O presente estudo procurou analisar, com base em 22 entrevistas semiestruturadas, individuais em profundidade com empreendedores que receberam investimento anjo, como os empreendedores percebem a contribuição do investidor anjo no período pós-investimento, analisando quais dimensões foram mais percebidas e valoradas e como variações nas relações entre as partes podem afetar este processo. Analisou-se ainda se este impacto varia dependendo de determinadas características dos empreendedores e do estágio da empresa. Esta análise de contingência foi possível porque na amostra de entrevistados foram incluídos empreendedores e investidores em diferentes níveis de maturidade, interesse, conhecimento, práticas e capacidade. Com base no resultado da análise, foram colocadas três proposições relativamente às contingências identificadas e à forma como essas afetam a percepção pelo empreendedor do relacionamento entre investidor anjo e o empreendedor, assim como as contribuições resultantes do investimento do anjo.

5.1 Contribuições para a teoria

Huang e Knight (2017) propõe um modelo teórico para o início e desenvolvimento da relação entre empreendedores e investidores anjo. Já os trabalhos de Politis (2007) e Fili e Grunberg (2016), partindo de revisões empíricas destes processos descritas na literatura, trabalharam no avanço da teoria das atividades do investimento anjo para a construção de conceitos que se conectam com teoria da administração e das organizações. Este estudo propõe-se a avançar este ciclo de análises e fazer o caminho inverso; a partir dos modelos propostos, buscou-se sua aderência e realização na prática, dentro do ambiente do mercado de capital de risco no Brasil. Desta forma ele contribui para identificar quais elementos das teorias apresentadas se mostram mais salientes e de que forma se materializam no mercado brasileiro.

Assim, apesar de se ter encontrado evidências das cinco dimensões do smart money, reforçando o estudo de Fili e Grunberg (2014), percebeu-se que os empreendedores ao buscarem recursos externos focam na dimensão material do empreendimento via principalmente a extensão da fronteira (clientes, rede de contatos etc.), mas acabam por receberem e valorizarem também a ajuda na estruturação do empreendimento e o apoio na tomada de decisões e momentos de incerteza, aspectos estes também ligados à dimensão cognitiva.

O estudo levanta alguns pontos interessantes sobre a efetividade do *smart money* e alguns dos elementos que impactam sua maior ou menor efetividade. Corroborando o estudo Huang e Knight (2017) da importância e interdependência das relações instrumental e afetiva, indica que o avanço no ecossistema e a emergência de diferentes atores, como grupos e fundos, afetam a construção destas relações e deve ser considerada e aprofundada em pesquisas futuras.

Contribui ainda para a expansão e aprofundamento dos estudos do investimento anjo no Brasil, que é uma área ainda muito pouco explorada na literatura acadêmica. A diversidade dos atores e casos indica uma área que merece maior atenção da academia.

5.2 Contribuições para a Prática

Apesar da importância do investidor anjo para as empresas investidas ser aceita dentro do ecossistema do empreendedorismo, não só as expectativas variam

muito entre os diversos atores, mas a construção das condições para esta contribuição nem sempre é feita de forma adequada. Com base nas entrevistas com empreendedores que receberem investimento anjo pode-se analisar, como discutido por Huang e Knight (2017), a importância da proximidade e do relacionamento para melhor efetividade desta contribuição, porém constatou-se também que novas formas de organização dos investidores anjo podem dificultar a construção destes laços. Ao evidenciar esta relação, este estudo pode ajudar na melhor compreensão deste processo e auxiliar os investidores e próprios empreendedores a buscarem construir relações mais adequadas e adaptadas às necessidades da empresa.

Do lado dos empreendedores, ao evidenciar pontos importantes da contribuição do investidor anjo e trazer a dimensão empírica dos conceitos construídos por Fili e Grunberg (2014), este estudo permite que melhor se estruturem para potencializar o impacto do investimento recebido, que vai além das dimensões materiais do próprio capital, rede de contatos e acesso a recursos .

Para as associações de investimento anjo, fundos de investimento anjo e demais entidades que lidam com capital empreendedor, o melhor entendimento desta dinâmica pode auxiliá-los nos processos de consultoria e suporte tanto de investidores como de empreendedores melhorando a eficácia do aporte e recebimento do *smart money* e potencialmente aumentando as chances de sucesso dos empreendimentos.

5.3 Limitações e sugestões para estudos futuros

Apesar das contribuições elencadas acima, este estudo apresenta algumas limitações que são inerentes à maioria das pesquisas qualitativas. Em primeiro lugar, não se pode descartar a existência de distorções nas respostas, principalmente ao se tratar de reflexões sobre o passado sobre o qual o entrevistado procura dar um sentido no presente (Gavetti; Rivkin, 2007; Gilbert, 2005). Ao buscar padrões consistentes nas respostas e, quando possível, exemplos concretos dos conceitos discutidos, tentou-se limitar este viés; mas pesquisas do tipo estudo de caso aprofundado ou mesmo etnográfica podem contribuir para reforçar ou questionar algumas das conclusões deste estudo.

Em segundo lugar, a quantidade limitada de entrevistas deve ser levada em consideração quanto se buscar expandir as conclusões deste estudo para outros contextos. Deve-se levar em consideração ainda que o ecossistema de investimento

anjo e empreendedorismo é vasto e complexo com diferentes tipos de atores de ambos os lados. A origem da amostra deste estudo concentrou-se no que podemos chamar de parte mais sofisticada e/ou institucionalizada deste setor. Para aumentar o rigor das análises e robustez nas conclusões em pesquisas sobre investimento anjo será necessário maior e melhor qualidade de dados, o que requer investimento e entende-se que deve ser algo que os atores do ecossistema devam buscar construir caso queiram expandir seu conhecimento.

Há ainda que se considerar a possibilidade da existência de explicações alternativas aos fenômenos observados neste estudo e buscar medidas para eliminá-los (YIN 2009). Algumas destas razões podem estar relacionadas à experiência do empreendedor, experiência do investidor, grau de envolvimento dos investidores e quantidade e tipo de investidores. Estas características foram levadas em consideração na condução das entrevistas e análise dos dados buscando reduzir o risco de que outras explicações possam melhor refletir o que se observou. Pesquisas futuras podem se aprofundar em análises específicas buscando identificar quais destas características levam a melhores resultados. Há ainda a possibilidade de outras contingências, tanto internas quanto externas ao empreendimento, e que são mais difíceis de serem identificadas, igualmente afetar o fenômeno estudado. Situações pessoais dos investidores, que impactam sua disponibilidade; características de personalidade do empreendedor, tipo e estrutura da equipe; alterações na indústria de atuação da startup, entre outros. Todos estes são fatores que podem afetar a qualidade e intensidade do *smart money*

Por fim, dada a dinâmica da atividade empreendedora e do relacionamento entre investidor anjo e empreendedor, devem-se buscar também análises com metodologia longitudinal a fim de permitir entender como que os fenômenos discutidos aqui são impactados na medida em que as relações evoluem e as condições do empreendimento mudem.

Tenca e Croce (2018) apontam que as pesquisas sobre investimento anjo ainda utilizam uma base muito estreita de teorias e uma abordagem mais qualitativa do que quantitativa, o que dificulta alcançar visibilidade em revistas acadêmicas de maior prestígio. O avanço destas análises, continuam, pode ser alcançado trazendo para o estudo do investimento anjo teorias e conceitos de outras disciplinas, tais como sociologia e economia. Além de buscar também o uso de técnicas de metodologia quantitativa já usadas em outras áreas. Apesar do acesso a dados que

permitam uma abordagem quantitativa ser ainda um desafio, o amadurecimento das associações e fundos de investimento, bem como iniciativas de mapear o ecossistema de startups no Brasil, podem fornecer as bases para análises mais robustas. Fundamentalmente, para abordar o que talvez seja a pergunta mais importante relacionada ao investimento anjo: na medida em que o aporte não financeiro efetivamente contribui para o valor ou sucesso futuro das empresas.

Outra área de possível aprofundamento é especificamente no papel de conflitos. Appelhoff et al (2016) comenta que estudos mostram que no contexto de VCs conflitos sobre atividades são positivamente associados com desempenho da empresa, enquanto conflitos sobre relacionamento são negativamente associados ao desempenho. Entender esta dinâmica no âmbito do investimento anjo complementaria o entendimento do relacionamento entre empreendedores e investidores.

Vimos neste estudo a emergência de diferentes tipos de empreendedores. Pesquisas que analisem as diferentes formas de atuação, tomada de decisão e relacionamento levando em consideração os diferentes tipos de empreendedores, agregariam ainda mais a compreensão de como estas diferenças contribuem ou não para o suporte e geração de valor das empresas.

Por fim, a literatura aponta que os VCs obtêm condições mais vantajosas nos termos dos investimentos pela percepção que podem agregar grande valor aos negócios que investem (HSU, 2004). Dado que no atual estudo verificou-se que os investidores anjo também são capazes de agregar valor às empresas, uma análise comparativa das diferenças nos termos dos acordos feitos por investidores anjos e VCs poderia contribuir para melhor compreensão de como se dá a dinâmica do investimento em cada etapa do processo de evolução das startups.

BIBLIOGRAFIA

ANJOS DO BRASIL. Associação de apoio a investidores anjos e empreendedores. Disponível em: http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/ pesquisa_crescimento_do_investimento_anjo_-_anjos_do_brasil_-_ago-18.pdf.

APPELHOFF, D. et al. The conflict potential of the entrepreneur's decision-making style in the entrepreneur-investor relationship. **International Entrepreneurship and Management Journal**, v. 12, n. 2, p. 601-623, 2016.

ARDICHVILI, A.; CARDOZO, R. N.; TUNE, K.; REINACH, J. The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures: conceptual framework and empirical evidence. **Journal of Enterprise Culture**,10, p. 39-65, 2002.

AVDEITCHIKOVA, S.; LANDSTOROM, H.; MANSSON, N., What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. **Journal of Venture Capital**, 10 (4), p. 371-349, 2008.

AVEY, J. B.; AVOLIO, B. J.; CROSSLEY, C. D.; LUTHANS, F. Psychological ownership: Theoretical extensions, measurement and relation to work outcomes. Journal of Organizational Behavior, 30(2), p. 173-191, 2009.

BAMMENS, Y.; COLLEWAERT, V. Trust between entrepreneurs and angel investors: Exploring positive and negative implications for venture performance assessments. **Journal of Management**, 40(7), p.1980-2008, 2014.

CAPIZZI, V. The returns of busness angel investments and their major determinants. **Venture Capital,** 17(4) p. 271-298, 2015.

CASSAR, G. The financing of business start-ups. **Journal of Business Ventures,** 19(2), p. 261–283, 2004.

COLLEWAERT, V. Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective. **Entrepreneurship: Theory & Practice**, v. 36, n. 4, p. 753-779, 2012.

COLLEWAERT, V.; FASSIN, Y. Conflicts between entrepreneurs and investors: the impact of perceived unethical behavior. **Small Business Economics**, v. 40, n. 3, p. 635-649, 2013.

CRESWELL, J. W.; CLARK, V. L. P. **Designing and conducting mixed methods research**. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2007.

COHEN, W.M.; LEVINTHAL, D.A. **Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation**. Administrative Science Quarterly 35, no. 1, p. 128–52, 1990.

CUMMING, D.; JOHAN, S. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**, 2013.

CUMMING, D.; ZHANG M. Angel Investors Around the World**. Journal of International Business,** p. 1-28, 2016.

DENIS, D.J. Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. **Journal of Corporate Finance** v. 10, p. 301–326, 2004.

EIP-OECD. ECD-Eurostat Entrepreneurship Indicators Programme (2017). Paris: OECD.

FILI, A.; GRÜNBERG, J. Business angel post-investment activities: a multi-level review. **Journal of Management & Governance**, v. 20, n. 1, p. 89-114, 2016.

FREEAR, J.; WETZEL, W. E. **The informal venture capital market in the year 2000**, paper apresentado no 3o. Simpósio Anual de Pesquisa Internacional sobre Pequenos Negócios, 1991.

GIOIA, Dennis A.; CORLEY, Kevin G.; HAMILTON, Aimee L. **Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology**. Organizational Research Methods, v. 16, n. 1, p. 15-31, 2012.

HARDING, R.; COWLING, R. Points of view: Assessing the scale of the equity gap, **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 13, n. 1, p. 115-132, 2006.

HARRISON, R. T.; MASON, C. M. International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital. **Journal of Business Venturing** V. 7(6), p. 459–475, 1992.

HOYOS-IRUARRIZAGA, J.; FERNANDEZ-SAINZ, A.; SAIZ-SANTOS, M. High Value-added Business Angels at Post-investment stages: Key predictors. **International Small Business Journal**, 35(8), p. 949-968, 2017.

HSU, D. K.; HAYNIE, J. M.; SIMMONS, S. A., McKELVIE, A. What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. **Venture Capital**, v. 16(1), p. 1-25, 2014.

HUANG, L.; KNIGHT, A. P. Resources and relationships in entrepreneurship: an exchange theory of the development and effects of the entrepreneur-investor relationship. **Academy of Management Review**, v. 42, n. 1, p. 80-102, 2017.

IBRAHIM, D.M. The not so puzzling behavior of angel investors. **Vanderbilt Law Review** 61, 1405–1462, 2008.

KERR, W.R.; LERNER, J.; SCHOAR, A. The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from angel financings. **The Review of Financial Studies**, v. 27, n. 1, p. 20-55, 2011.

LAHTI, T. The value-added contribution of advisors in the process of acquiring venture capital. **International Small Business Journal**, v. 32(3), p. 307-326, 2012.

LERNER, J. The Architecture of Innovation: The Economics of Creative Organizations. Boston, MA: **Harvard Business Scholl Press**, 2012.

LEVRATTO, N.; TESSIER, L.; FONROUGE, C. Business performance and angels presence: a fresh look from France 2008–2011. **Small Business Economics**, v. 50(2), p. 339-356, 2018.

MACHT, S. A.; ROBINSON, J. Do business angels benefit their investee companies?. **International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research**, v. 15, n. 2, p. 187-208, 2009.

MACHT, S. A. The role of investee company managers in business angels involvement: empirical insights from dyadic data. **Venture Capital,** 13(3) p. 267-293, 2011**.**

MACHT, S. A. Inexpert Business Angels: How even investors with nothing to add can add value. **Strategic Change,** v. 20, n. 7-8, p. 269-278, 2011.

MADILL, J. J.; HAINES J.R.; G H.; RIDING, A. L. The role of angels in technology SMEs: a link to venture capital. **Venture Capital**, 7(2), p. 107-129, 2005.

MASON, C.; BOTELHO, T.; HARRISON, R. The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. **Venture Capital,** 18(4), p. 321-344, 2016.

MEYER, G. D. The reinvention of academic entrepreneurship. **Journal of Small Business Management**, 49(1), p.1-8, 2011.

NOSFINGER, J. R.; WANG, W. Determinants of start-up firm external financing worldwide. **Journal of Banking & Finance**, V. 35(9), P. 2282-2294, 2011.

OCDE. Organisation for Economic Cooperation and Development, (2011), Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors, Paris: OECD.

OCDE. Organisation for Economic Cooperation and Development, (2018), Financing SMEs and Entrepreneurs Scoreboard, Paris: OECD.

POLITIS, D. Business angels and value added: what do we know and where do we go? **Venture capital**, v.10, n. 2, 127-147, 2008.

POLITIS, D.; LANDSTROM, H. Informal investors as entrepreneurs--the development of an entrepreneurial career. **Venture Capital,** 4 p. 78-101, 2002.

RITCHIE, J.; LEWIS, J. Qualitative Research Practice: A guide for social science student and researchers. Londo: Sage Publications, 2003.

RUEF, M.; LOUNSBURY, M. (2007). Introduction: The sociology of entrepreneurship. **The sociology of entrepreneurship,** p. 1-29. Emerald Group Publishing Limited, 2007.

SIGGELKOW, N. Persuasion with case studies. **Academy of Management Journal**, v. 50 (1), p.20-24, 2007.

SOHL, J. The changing nature of the angel market. **The handbook of research on venture capital** v. 2, p. 17-41, 2012.

STRAUSS, A; CORBIN, J. **Pesquisa qualitativa: técnicas e procedimentos para desenvolvimento de teoria fundamentada**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2008.

TENCA, F.; CROCE, A.; Business angels research in entrepreneurial finance: A literature review and a research agenda. **Journal of Economic Surveys**, v. 32, n. 5, p. 1384-1413, 2018.

WASSERMAN, M; The throne vs. The Kingdom: Founder Control and Value Creation in Startups. **Strategic Management Journal,** 38, p. 255-277, 2017.

WETZEL, W. Angels and Informal Risk Capital. **Sloan Management Review**. v. 24, n. 4, p. 23-34, 1983.

WILSON, Karen. Policy Lessons from Financing Innovative Firms. **OECD Science, Technology and Industry Policy Papers**, nº 24, OECD Publishing, 2015.

WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, Z. Angel Finance: the other venture capital. **Strategic Change**, v.18 p. 221-230, 2009.

APÊNDICE A – ROTEIRO FINAL DE ENTREVISTA

Briefing
Apresentação do entrevistador, lembrança de onde veio o contato para a entrevista, descrição do objetivo da entrevista, confirmação do caráter sigiloso e que nenhum nome de pessoa ou empresa será utilizado no trabalho final e confirmação da gravação da entrevista.

Perguntas introdutórias

1. Quando iniciou sua empresa?
2. Quando recebeu o investimento anjo?
3. Qual o tamanho da empresa hoje? (faturamento, números de empregados etc.)
4. Qual o número de sócios hoje (exceto pelos Anjos)?
5. Quantos investidores anjos investiram originalmente? Houve novas rodadas de investimento?
6. Qual sua experiência profissional quando iniciou esta empresa?
7. Qual sua experiência em empreendedorismo quando começou esta empresa?

Aspectos do relacionamento e dimensões da contribuição do investidor anjo	Perguntas de entrevista
Como se inicia e desenvolve a construção da Relação instrumental e afetiva entre empreendedor e investidor	• Como foi o início da relação com os investidores? Houve muitos contatos no período antes do investimento? • Você percebeu alguma mudança na atitude dos investidores ao longo dos contatos? • Nestes contatos iniciais houve de sua parte a busca por conhecer a experiência do investidor e como conseguiria contribuir para a empresa? • E desde o investimento inicial, como tem sido sua relação com os investidores? Há contatos frequentes? • Há uma área em os investidores têm contribuído mais?
Como o empreendedor percebe o foco do investidor em relação à mitigação de risco de mercado e risco de agência	• Você caracterizaria a relação com os investidores: mais de acompanhamento dos resultados, de ajuda na gestão ou de controle de atividades específicas? • Você acha que há um desvio de atenção do negócio para atender demandas dos anjos?

	É uma perda de tempo ou no futuro acaba ajudando a analisar um aspecto ou problema não percebido? • Houve algum período de piora da performance da empresa? Ou falhou em atingir um objetivo específico? Como foi a atuação dos investidores nesta situação?
Dimensões da relação pós-investimento (smart-money)	• Quais são os principais benefícios que você vê resultante da relação com investidores anjo? • Estes benefícios correspondem à expectativa inicial antes do investimento? • Quais suas principais frustrações em relação ao que esperava da relação com estes investidores?
Os Investidores anjo atuam na **monitoria** da empresa investida?	• Como se dá o processo de acompanhamento das atividades pós-investimento? Mais voltado para ações, projetos, estratégias ou indicadores específicos? • Lembra de alguma situação em que o acompanhamento ou revisão pelos IAs ajudou-o a detectar algum problema que não havia percebido? • Independente do acompanhamento de resultados, há conversas formais ou informais com os investidores? Se sim, como se dão estas conversas? Quem inicia ou demanda a conversa?
Os investidores anjo impactam desempenho da empresa **liderando** certas atividades e ações ou mudanças de estratégia e comportamento	• No processo de tomada de decisão, há consultas a determinado investidor anjo com conhecimento específico sobre determinado assunto? • Houve algum momento de crise, de insegurança, ou de alto risco, em que o investidor anjo atuou de forma efetiva? Esta atuação foi espontânea ou demandada? • Você possui/desenvolveu alguma relação mais próxima com determinado investidor anjo? Chega a ver algum deles como um mentor? Houve busca de aconselhamento?
Os investidores anjo ajudam a empresa e o empreendedor pela **atuação direta** em tarefas	• Em algum momento algum investidor anjo chegou a trabalhar na empresa como prestador de serviço, para apagar um incêndio, ou mesmo como empregado/diretor registrado ou não?

	• Houve alguma experiência de ajuda técnica que requereu um maior envolvimento do investidor anjo via reuniões mais frequentes? • Algum investidor anjo atuou em algum projeto específico, ou fazendo/ajudando em alguma avaliação específica? • Houve algum caso em que houve a indicação/oferta desta ajuda? Ou sinalização que algum dos investidores anjo poderia fazer trabalho melhor que os empreendedores, gestores ou funcionários?
Os investidores anjo ajudam na **extensão das fronteiras** da empresa investida	• Houve alguma mudança na percepção da empresa junto a clientes, fornecedores, concorrentes, futuros investidores etc. pelo fato de ter havido investimento anjo? • Algum dos investidores anjo atuou/ajudou na construção ou propagação da história da empresa, sua missão, valores etc. de forma a ter impacto perceptível? • Houve a facilitação no acesso de algum recurso importante (pessoas, dinheiro, ativos etc.) por esta associação com o investidor anjo? • Algum investidor ajudou com: a) recrutamento e seleção de profissionais para a empresa? b) expansão de sua rede de contato na indústria ou com potenciais investidores? c) acesso a novas fontes de recursos? d) empréstimos adicionais ou garantias a empréstimos? • Houve algum aporte de conhecimento sobre o mercado em geral ou sobre o ramo de negócios específico da empresa?
Os investidores anjo ajudam na **estruturação** da empresa investida	• Houve algum relatório novo relevante que foi introduzido a pedido dos investidores? • Houve alguma mudança de procedimento visando maior formalização, controle ou transparência após a entrada dos investidores anjo? • O processo de planejamento mudou com a entrada dos investidores anjo? • Mudou o horizonte de planejamento para mais longo prazo ou o seu escopo? • Alguma mudança na discussão e formulação da estratégia de negócios?

	• Os investidores anjo tiveram alguma participação na discussão ou formulação da estrutura gerencial ou de remuneração?
Surgimento de conflitos e o impacto na dinâmica da relação e ultimamente no interesse do investidor em continuar com o suporte	
Os eventuais conflitos interferem na relação entre investidor e empreendedor e impactam no aporte de novos recursos, incluindo do smart-money	• É frequente haver desavenças entre você e os investidores? • As eventuais desavenças são sobre ideias, forma de atuação /implementação das ideias, direcionamento dos negócios, alocação de recurso ou outros? • Houve algum conflito sobre a estratégia ou eventual necessidade de mudança dela? • Houve algum conflito sobre alguma decisão sua como gestor, como, por exemplo, investimentos feitos? • Houve/há questionamento sobre desvio do plano de negócios acordado no momento do investimento? • Como estes conflitos têm sido solucionados? Internamente? Algum investidor faz o papel de conciliador? • Percebeu alguma mudança na visão dos investidores em relação à empresa ou sócios gestores desde o investimento inicial?

Perguntas finais e *Debriefing*

Agradecimento pela participação, abertura para comentar sobre algum aspecto não tratado nas perguntas, confirmação da interrupção da gravação.