

<http://dx.doi.org/10.48005/2237-3713rta2020v9n2p6379>

Investidores anjos como agentes de inovação no ecossistema empreendedor brasileiro*

Angel investors as innovation agents in the brazilian entrepreneur ecosystem

Daniela Longobucco Teixeira Balog

Universidade Universidade do Grande Rio (Unigranrio)

dlongobuco@gmail.com

Katia Cardoso do Nascimento

Universidade do Grande Rio (Unigranrio)

katia.cardosokc@gmail.com

Luciana Sousa Coelho Marson

Universidade Federal Fluminense (UFF)

Universidade do Grande Rio (Unigranrio)

lucianamarson@globo.com

Diego de Oliveira da Cunha

Fundação Oswaldo Cruz (Ensp/Fiocruz)

Universidade do Grande Rio (Unigranrio)

adm.diegoolivei@gmail.com

RESUMO

Este trabalho tem como principal objetivo analisar o comportamento e o papel do investidor anjo como agente de estímulo à inovação na sociedade. Buscou-se através de uma pesquisa bibliográfica e de uma pesquisa secundária de dados a identificação e a classificação deste perfil investidor, que ajuda na propagação do empreendedorismo e da inovação tecnológica radical. Nos primeiros anos e vida de uma *startup*, os investidores anjo ajudam no financiamento de capital semente, além de oferecerem uma alternativa de expertise e conhecimento qualificado para o desenvolvimento ou incremento de projetos e negócios. Além das preocupações e expectativas dos investidores anjo em relação ao retorno de seu capital, foi observado também o papel social deste tipo de investidor para que negócios inovadores tenham mais chance de sobreviver no mercado competitivo.

Palavras-chave: Inovação, Startup, Investidor Anjo, Ecossistema Empreendedor

ABSTRACT

This work has as main objective to analyze the behavior and the role of the angel investor as agent of stimulus to the innovation in the society. The identification and classification of this investor profile was sought through bibliographic research and a secondary research of data, which helps in the propagation of entrepreneurship and radical technological innovation. In the early years and life of a startup, angel investors help in financing seed capital, in addition to offering an alternative of expertise and qualified knowledge for the development or increment of projects and businesses. In addition to the angel investors' concerns and

expectations regarding the return of their capital, the social role of this type of investor was also observed so that innovative businesses are more likely to survive in the competitive market.

Keywords: *Innovation, Startup, Angel Investor, Entrepreneurial Ecosystem*

INTRODUÇÃO

A capacidade e o incentivo a Inovação são fundamentais ao desenvolvimento econômico e da sociedade (SCHUMPETER, 1988), a vantagem competitiva entre as firmas (UTTERBACK e SUAREZ, 1990), não somente para as organizações, mas para o contexto social envolvido (ROGERS, 1983). As inovações podem ser do tipo sustentável que almeja melhorias incrementais ou disruptivas que introduzem novos conceitos de produtos e serviços impulsionados por novas tecnologias (CHRISTENSEN, 1997).

Nesse contexto, empresas têm surgido no mercado com a intenção de ofertar produtos ou serviços nas mais variadas áreas. Assim, surgem as chamadas empresas startups que são aquelas em estágio inicial com potencial para tornar-se grandes corporações (NAGER, NELSEN e NOUYRIGAT, 2012), e uma de suas características é oferecer um produto ou serviço inovador.

Essas empresas possuem um grau de incerteza bem grande, e devido a essa condição precisam de financiamento por capital externo para que assim possam obter crescimento no mercado. Por serem empresas com índices consideráveis de imprecisão não têm credibilidade de bancos ou financeiras, e seus empreendedores precisam recorrer aos investidores individuais, ou associações de investidores que são conhecidos como **investidores anjos**.

Segundo dados do relatório BAF (Business Angels Funding Report, 2015), os Anjos de Negócios exercem papel fundamental em Pesquisa e Inovação (R & I) sendo um complemento crucial no apoio as empresas iniciantes por meio de incentivos de investimento. Além do capital, os investidores-anjo oferecem experiência, habilidades e contatos de gerenciamento de negócios para o inexperiente empreendedor. Investidores Anjo sabem que o retorno do investimento de uma inovação pode ser longo, atuando, portanto, como fonte de capital "inteligente e paciente".

Dados da Comissão Europeia para empreendedorismo e pequenos negócios apontam que em vários países, este modelo de investimento constitui a segunda maior fonte de financiamento externo em empreendimentos recém-estabelecidos na Europa, depois de família e amigos. Eles são cada vez mais importantes no fornecimento de capital de risco, além de contribuir para o crescimento econômico e avanços tecnológicos.

Desta forma, a questão de pesquisa que norteia esse trabalho é “no cenário de inovação brasileiro, como se posicionam os investidores anjo?”

Para responder a essa questão, o objetivo deste trabalho será compreender o papel dos investidores anjo no ecossistema empreendedor brasileiro.

Mobilizados pelo crescente desenvolvimento tecnológico, as startups crescem em relevância nas inovações disruptivas e o Brasil já aparece no ranking de países com empresas “unicórnios”, startups de sucesso avaliadas em mais de 1 bilhão de dólares, como a 99 TAXI; a PAGSEGURO e NUBANK. A relevância desse estudo se baseia na atualidade do tema e na importância para os estudos acadêmicos relacionados à Inovação e Estratégia.

REFERENCIAL TEÓRICO

Inovação - Conceitos e Dilemas

A inovação é uma questão crítica a dinâmica da estratégia de negócios, permitindo que empresas atinjam vantagem competitiva (CHESBROUGH, VANHAVERBEKE e WEST; 2006). Evidências de estudos (ROGERS, 1983; PAVITT, ROBSON E TOWNSEND, 1987; UTTERBACK E SUAREZ, 1990; CHRISTENSEN, 1997) demonstram como movimentos de inovação afetam não somente as firmas, indústrias e mercados como principalmente os contextos sociais envolvidos. Schumpeter (1988) classifica como inovação uma nova combinação de meios de produção, sendo um fenômeno fundamental ao desenvolvimento econômico. Rogers (1983) define que uma inovação é uma ideia, prática ou objeto que sendo percebida como nova para um indivíduo ou outra unidade de adoção, determina sua reação a isso. Sendo percebido como novo, é uma inovação e ocasiona uma mudança social (ROGERS, 1983).

A questão para muitas organizações, não reside na dúvida sobre inovar ou não, mas sim em como fazê-lo com sucesso (PRAJOJO e AHMED, 2006). Mesmo tendo as melhores intenções em dar uma atenção estrutural à inovação, as organizações encontram várias barreiras internas e externas à inovação (CHRISTENSEN, 1997; MADRID-GUIJARRO et al., 2009).

O dilema da inovação reside no fato de que o processo de inovação, é essencialmente incerto e complexo (JALONEN e LÖNNQVIST, 2011) com alto risco e fatores de recompensa envolvidos (DEMIRBAS et al., 2011) e podem criar incerteza na mente de seus possíveis adotantes (ROGERS, 1983). O impacto negativo do risco potencial pode ser um obstáculo significativo para a inovação dentro das firmas (MADRID-GUIJARRO et al., 2009). Utterback e Suarez (1990) em seus estudos sobre inovação, competição e estrutura da indústria afirmam que as inovações mais radicais surgem de novos entrantes, ao invés de dentro de empresas cujo capital e recursos estão vinculados à tecnologias existentes.

Christensen (1997) identificou duas categorias distintas da inovação tendo como base as circunstâncias em que ocorrem: a inovação sustentável e a disruptiva. A inovação sustentável almeja melhorias incrementais e de desempenho implicando em melhorias em um produto aos clientes já estabelecidos. Este tipo de inovação seria a prioridade das empresas já estabelecidas. As inovações disruptivas pelo contrário, perturbam e redefinem essa trajetória introduzindo novos produtos e serviços para novos clientes. A inovação disruptiva tem um efeito paralisante nos líderes do setor (CHRISTENSEN, 2003).

Para Rogers (1983) uma questão determinante da probabilidade de sucesso de uma inovação é a sua difusão. Quando novas ideias são inventadas, difundidas e adotadas a mudança social ocorre.

Para Christensen (1997), a decisão da inovação reflete o grau em que esta atende às necessidades bem compreendidas de atores conhecidos dentro da rede de valores e neste sentido as empresas incumbentes liderarão suas indústrias em inovações de todos os tipos de forma a atender às necessidades dentro de sua rede de valores, sendo estas inovações diretas com valor e aplicação claras. Por outro lado, estas não atendem as redes de valor emergentes. As inovações disruptivas são complexas porque seu valor e aplicação são incertos, de acordo com os critérios utilizados pelas empresas incumbentes.

Inovações disruptivas trazem para o mercado uma proposta de valor muito diferente da que estava disponível anteriormente. Mesmo com um desempenho inferior aos produtos estabelecidos possuem outros recursos que alguns clientes marginais, geralmente novos, valorizam (CHRISTENSEN, 1997).

Um ponto vital a ser considerado é que os lucros gerados pela inovação no setor de negócios geralmente surgem com atraso (SCHUMPETER, 1975), portanto decisões de investimento e disponibilidade de financiamento são cruciais para a inovação.

Uma outra característica desse contexto são as inovações disruptivas através de novos modelos de negócios. Alavancados pela disseminação de informação e de tecnologias por pequenas empresas, identificam e exploram oportunidades criando e transformando mercados mesmo sem possuir ativos próprios (IPEA, 2017), como os casos da Uber na mobilidade e do Airbnb, no setor de acomodação.

Ecossistema de Inovação

Considerando que a inovação disruptiva nasce de novos entrantes que atendem a redes de valor emergentes, é necessário ultrapassar o nível de análise restrito a firma e entender as inter-relações e vínculos de interdependência de vários atores na criação de valor (ADNER e KAPOOR, 2009).

O ambiente da inovação pode ser entendido a partir do conceito de ecossistema (MOORE, 1993). A expressão “ecossistema de negócio” foi empregada pela primeira vez em ZELENY et al. (1990), com o objetivo exemplificar o novo modo de gerenciamento empresarial dentro de um contexto de economia global mas ganhou projeção em MOORE (1993), que sugere que um ecossistema de negócio se desenvolve em quatro estágios (nascimento, expansão, liderança e renovação ou morte) através da competição e cooperação simultânea de seus atores.

O estudo de Francisco, Pinto e Botter (2017) consolida os principais conceitos encontrados na literatura a respeito dos ecossistemas.

Quadro 1: Estudos realizados sobre ecossistemas de negócios

Moore (1993)	Os ecossistemas de negócios se desenvolvem quatro fases distintas: nascimento, expansão, liderança e auto renovação.
Gossain e Kandiah (1998)	Ecossistemas de negócios são como uma cadeia integrada de valor, dando ênfase nas estreitas relações simbióticas entre organizações, evolução dessas relações e importância da marca. Com a internet, surge um novo ecossistema de negócios que não é apenas tendência, mas uma mudança de paradigma.
Power e Jerijian (2001)	Não se deve gerenciar um negócio de forma isolada, porém deve-se fazer a gerência de todo o ecossistema.
Iansiti e Levien (2004)	Ecossistema é uma maneira de se conceituar o <i>network</i> de empresas através de uma comparação com o ecossistema visto na biologia.
Peltoniemi e Vuori (2004)	O ecossistema de negócios é uma estrutura dinâmica que consiste em uma população de organizações interligadas.
Adner (2006)	Os ecossistemas permitem que as empresas criem valores que nenhuma delas poderia alcançar sozinha, no entanto algumas têm fracassado na tentativa de desenvolver inovações em ecossistemas.
Garnsey e Leong (2008)	Os ecossistemas são criados por empreendedores a fim de dar suporte à criação e ao desenvolvimento de atividades que resultarão em um produto ou serviço dotado de valor para atingir determinado mercado.

Fonte: Francisco, Pinto e Botter (2017)

Gomes, Facin, Salerno e Ikenami (2016) diferenciam os conceitos de ecossistema de negócios, com foco na captura de valor do conceito de ecossistema inovação que teria como foco a co-criação de valor voltando a constituição e desenvolvimento de um ambiente propício a inovação. Ikenami e Salerno (2015 apud. Bengtsson e Kock, 2000), ressaltam que os atores de um ecossistema interagem competindo e cooperando, com o objetivo de desenvolverem suas próprias capacidades, num comportamento batizado de “coopetição”.

O ecossistema de inovação pode ser importante para analisar os movimentos empreendedores mudando do equacionamento da incerteza do nível da empresa para as incertezas coletivas que afetam mais do que um único ator em um ecossistema de inovação (SALERNO et al., 2015).

Empreendedorismo e Inovação

O mundo dos negócios se apresenta cada vez mais competitivo e para se destacar nesse cenário é necessário ser um empreendedor inovador que ofereça algo diferente no mercado, e que esse produto ou serviço novo seja um elemento capaz de promover mudança e desenvolvimento econômico.

Empreendedorismo e inovação são palavras que se completam, pois para empreender é necessário espaço para criar, recriar e inovar. As firmas que buscam a sustentabilidade devem ter como proposta uma inovação disruptiva que transforma um mercado ou setor existente através de simplicidade, conveniência e acessibilidade (CHRISTERSEN, 1997).

Nesse contexto que Schumpeter (1988) destaca empreendedorismo, como um processo de “destruição criativa”, através da qual produtos ou métodos de produção existentes são destruídos e substituídos por novos. Drucker (1998) não vê os empreendedores causando mudanças, mas vê os empreendedores explorando as oportunidades que as mudanças criam (na tecnologia, na preferência dos consumidores, nas normas sociais etc.). Isso define empreendedor e empreendedorismo: o empreendedor busca a mudança, e responde e explora a mudança como uma oportunidade.

Empreender é inovar a ponto de criar condições para uma radical transformação de um determinado setor, ramo de atividade, território, onde o empreendedor atua: novo ciclo de crescimento, capaz de promover uma ruptura no fluxo econômico contínuo, tal como descrito pela teoria econômica neoclássica. A inovação não pode ocorrer sem provocar mudanças nos canais de rotina econômica. (SCHUMPETER, 1985).

Hisrich & Peter (2004) conceituam empreendedorismo como sendo o processo de criar algo diferente e com valor, dedicando o tempo e o esforço necessário, assumindo os riscos financeiros, psicológicos e sociais correspondentes e recebendo as consequentes recompensas da satisfação econômica e pessoal.

Para Schumpeter (1985) duas teorias são consideradas importantes na abordagem sobre empreendedorismo, a teoria econômica que destaca que a essência do empreendedorismo está na percepção e no aproveitamento das novas oportunidades no âmbito dos negócios, sempre tem a ver com criar uma nova forma de uso dos recursos nacionais, e que eles sejam descolados de seu emprego tradicional e sujeitos a novas combinações, e a teoria comportamentalista cuja abordagem está baseada na ampliação do conhecimento sobre motivação e o comportamento humano.

O autor ainda destaca que o empreendedor é aquele que realiza novas combinações dos meios produtivos, capazes de propiciar desenvolvimento econômico, quais sejam: 1) "introdução de um novo bem"; 2) "introdução de um novo método de produção" 3) "abertura de um novo mercado" 4) "conquista de uma nova fonte de oferta de matérias primas ou bens

semimanufaturados; 5) constituição ou fragmentação de posição de monopólio" (SCHUMPETER, 1985, p. 49).

A atitude do empreendedor também vem sendo estudada por meio da teoria do comportamento planejado (Ajzen, 1985) que tem como base uma avaliação frente a um objeto de estímulo, influenciada por crenças acessíveis na memória e então guiam o comportamento correspondente.

Ainda sobre o comportamento empreendedor Gerber (2004), afirma que o empreendedor é uma pessoa visionária, sonhadora, adepta a mudança, que cria probabilidade dentre possibilidades, transformando o caos em harmonia.

Segundo Bessant e Tidd (2009) a inovação está fortemente ligada ao crescimento das empresas e na criação de vantagem competitiva;

É possível perceber que, provavelmente, o desafio para as empresas seja lidar com um mundo de incertezas, no qual o padrão estável de mercado foi destruído, alterado por um mercado de novos concorrentes entrantes e grande instabilidade, evidenciando a necessidade de o empreendedor inovador identificar e experimentar novas oportunidades. Para inovar é necessário gerar um ambiente favorável para a inovação e desta forma gerenciá-la. (BESSANT & TIDD, 2009).

Startups no Brasil

As *startups* têm mudado o conceito de empreendedorismo no Brasil e no Mundo. Esse termo surgiu a partir de 1990 e de acordo com Gitahy (2011) começou a se popularizar quando surgiu a “bolha” da internet nos Estados Unidos.

Somente no período de 1999 a 2001 foi que o termo começou a ser utilizado no mercado brasileiro. Atualmente o conceito startup pode ser definido de diversas maneiras: É uma empresa em fase embrionária, geralmente no processo de implementação e organização das suas operações. Pode não ter ainda iniciado a comercialização dos seus produtos ou serviços, mas já está a funcionar ou, pelo menos, em processo final de instalação (TABORDA, 2006).

Startups são pequenas empresas montadas em casa ou em faculdades e que recebem pequenos aportes de capital. Elas exploram áreas inovadoras de determinado setor (mais comumente a de tecnologia), possuindo uma aceleração de crescimento muito alta já nos primeiros meses de existência em virtude de investimentos feitos por fundos de investimento especializados (LONGHI, 2011).

Ries (2012) estabelece que startup é uma instituição humana projetada para criar produtos e serviços sob condições de extrema incerteza, e que é comum cometer o equívoco de pensar a startup como um produto ou uma inovação tecnológica. Blank e Dorf (2012) defendem que *startups* não podem ser consideradas uma versão menor de grandes empresas, uma vez que são instituições complementemente diferentes entre si. Uma *startup* é uma organização temporária projetada para buscar um modelo de negócio escalável, repetível e lucrativo (BLANK, 2012).

Blank (2006) apresenta um modelo de desenvolvimento de produto de startups, passando por quatro etapas conforme **quadro 2**:

Quadro 2 – Modelo de Desenvolvimento de produto de *startups*

Modelo de desenvolvimento de produtos
1- Concepção é o momento de definição do produto ou serviço que a <i>startup</i> vai oferecer, se essa ideia é passível de aplicação no mercado, qual o público alvo e onde a empresa vai

encontrá-lo
2. No desenvolvimento do produto a empresa já tem o produto definido então divide suas funções para iniciar o desenvolvimento da inovação;
3. Teste alpha/beta é o momento onde é selecionamento um grupo de possíveis clientes para utilizar o produto e observar possíveis falhas do sistema;
4. Lançamento do produto iniciando o processo de comercialização

Fonte: Adaptado de Blank (2006)

Blank (2006) destaca que o cumprimento dessas etapas não é garantia de uma startup de sucesso, por se tratar de um mercado extremamente mutável existem alterações ou falhas que podem transcorrer ao decorrer do desenvolvimento do produto ou no processo de vendas.

Além do modelo de desenvolvimento apresentado, algumas características também são relevantes na identificação de startups segundo Sutton (2000):

Quadro 3 – Características da *Startup*

Características	Definição
Pouca experiência ou história:	A mais básica das características é que as <i>startups</i> são empresas novas, ou relativamente jovens e inexperientes se comparadas com empresas mais estáveis e maduras no desenvolvimento organizacional. Assim a imaturidade não existe apenas nos processos, mas em toda a organização.
Recursos limitados:	Os primeiros recursos investidos são aplicados com foco no ambiente externo: promoção do produto, vendas e construção de alianças estratégicas. Estas atividades devem ser completadas o quanto antes, para que a empresa tenha maior chance de sobrevivência.
Múltiplas influências:	Nos estágios iniciais, as <i>startups</i> são suscetíveis às influências de diversos fatores, tais como, investidores, clientes, fornecedores, sócios, concorrentes atuais e futuros. Como consequência, a empresa precisa constantemente pensar estrategicamente em como e quando agir.
Mercados dinâmicos e tecnologias:	Geralmente empresas novas utilizam-se de tecnologias inovadoras, um conjunto de softwares, aplicativos, novas linguagens de programação, tudo isso para desenvolver produtos ou serviços disruptivos.

Fonte: SUTTON (2000)

O número de startups no Brasil dobrou nos últimos 6 anos, chegando a cerca de 62 mil empreendedores e 6 mil empresas nascentes em todo o país, segundo dados da Associação Brasileira de Startups (ABStartups). Ainda conforme a entidade, é possível que a quantidade seja ainda maior, chegando a 15 mil, já que muitos negócios ainda estão na fase de registro junto ao Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), (EXAME, 2018).

A demanda de investimento financeiro para criação de uma startup continua sendo um fator de preocupação para os iminentes empreendedores. Isso ocorre porque muitas *startups* nascem de ambiente informais, e sem muitos recursos para o desenvolvimento do projeto.

Frente a necessidade de organização para o desempenho da atividade, cabe destacar a importância do recebimento de aportes financeiros para o crescimento de alguns projetos. Afinal, nem sempre os sócios possuem dinheiro para investir e desenvolver por *bootstrapping* (com recursos próprios) (STARSE, 2017).

Investimento Anjo - Histórico

Ao contrário do que muitos pensam, o investimento anjo nasceu no berço da Indústria Criativa nos Estados Unidos. O termo "anjo" foi usado pela primeira vez na década de 20 para descrever indivíduos que ajudaram a financiar produções teatrais na Broadway ("os mecenas do teatro"). Esses "anjos" investiam em tais produções, sabendo que se tratava de investimentos de alto risco, pois o risco de uma peça ter baixo público era grande. Eles perdiam seu dinheiro se a produção fosse um fracasso, mas compartilhada os lucros, se fosse bem-sucedida (Benjamin e Marquis, 2001; Mason, 2007).

O professor William Wetzel Jr (1981, 1983), da Universidade de New Hampshire, nos EUA, foi um dos primeiros a cunhar o termo "business angels" para designar empresários que forneciam *fundings* de risco para jovens empreendedores.

Wetzel pode ser considerado o pioneiro da pesquisa em Investimento Anjo no mundo, publicando um estudo seminal na Nova Inglaterra (Wetzel, 1981, 1983, 1986) no início dos anos 80. Porém, nas décadas de 1950 e 1960, pesquisadores já cunhavam estudos a respeito, isto, porque, os problemas financeiros e taxa de mortalidade das empresas, principalmente de base tecnológica, despertavam esse interesse para estudos subsequentes.

Os primeiros estudos mostraram que o investidor anjo "típico" era um homem de meia-idade com lucro líquido e patrimônio líquido razoáveis, com experiência executiva anterior, com pelo menos um investimento ao ano. O principal método para encontrar novas oportunidades de investimento era através de amigos e parceiros de negócios, e eles preferiam alta tecnologia. A decisão de investimento era motivada por perspectiva de retornos financeiros, aliado ao conhecimento de causa (MASON, 2016). Em troca de capital, participação societária e dedicação ao empreendimento, alguns "anjos" participam no conselho de administração. Eles procuram agregar projetos inovadores com elevado potencial de crescimento e rentabilidade.

Segundo BOTELHO et al. (2006) é possível traçar um perfil desse investidor. Trata-se de um investidor predominantemente do sexo masculino, com idade média de 47 anos (EUA) e com boa formação (75% têm pós-graduação); alocam menos de 30% de sua renda líquida total para financiar empresas no estágio inicial de desenvolvimento; o valor investido por um anjo individual é de U\$ 72 mil na média e o volume total do investimento pode variar entre U\$ 25 mil–U\$ 50 mil por rodada até U\$ 250 mil–U\$ 750 mil por rodada; dois ou três investimentos num período de três anos e estão geralmente envolvidos diretamente na gestão das empresas investidas através de acordos prévios.

Os trabalhos pioneiros realizados nos EUA durante a década de 1980 estimularam pesquisadores de outros países a realizar seus próprios estudos e promover comparações internacionais. Embora exista muita diferença de cenários, os estudos mostram que havia muitas semelhanças nas atitudes, comportamento e características dos investidores (LANDSTRÖM E MANSON, 2005).

Isso culminou numa maior visibilidade para a área, base para novas pesquisas e estimulou o interesse de empresários. A primeira conferência sobre o tema foi realizada em

Babson College, em 1981, que proporcionou uma oportunidade para apresentar pesquisas sobre o tema, posteriormente publicadas na revista *Frontiers of Entrepreneurship*. Logo depois veio a criação de uma nova revista acadêmica dedicada ao capital de risco e outras formas de financiamento empresarial: *Venture Capital - An International Journal of Entrepreneurial Finance*, em 1999.

Um dos principais focos de pesquisa durante os anos 90 foi entender a tomada de decisão e critérios de seleção dos anjos (Riding et al., 1997; Landström, 1995, 1998, Mason e Rogers, 1997). As pesquisas mostraram que a decisão de investimento é um processo de múltiplos estágios e que os anjos são seletivos, rejeitando cerca de 90% das oportunidades. Mason e Harrison (2008) e Clark (2008) também examinaram as reações dos anjos ao discurso do empreendedor e o estágio de saída que recentemente vem atraindo alguma atenção (Mason e Botelho, 2016; Mason et al. 2016).

Outros temas também vêm sendo explorados atualmente devido a importância da discussão social e de gênero, como, por exemplo, a pouca participação da mulher neste cenário. Segundo pesquisas da Anjos do Brasil (2017), apenas 10% no número total de investidores no Brasil são mulheres. Por fim, alguns estudos têm procurado examinar as tendências de investimentos dos anjos ao longo do tempo, traçando um paralelo ao atual cenário de crise financeiro global (Månsson and Landström, 2005; Sohl, 2006; Mason and Harrison, 2015).

O papel dos Investidores Anjo no incentivo à Inovação

Com o mercado globalizado e altamente competitivo, a ascensão do empreendedorismo e das *startups* é uma resposta a estagnação no fator inovador das grandes estatais. Por isso, a importância que se deve dar ao desenvolvimento das micro e pequenas empresas na geração de novas oportunidades de trabalho, renda e maiores investimentos.

Allen e Percival (apud DEWES, 2005) definem investidores anjo como agentes alternativos que podem financiar diretamente um novo negócio, movidos por iniciativa própria, com ou sem vínculos com grupos ou associações de capital de risco. Timmons e Spinelli (2004) apontam que esse tipo de investidor é hoje provavelmente a mais importante fonte de capital para negócios e empresas emergentes nos Estados Unidos, havendo cerca de 300 mil investidores anjos ativos em atividade naquele país. Eles geralmente foram os criadores de suas próprias fortunas, tendo experiência substancial em negócios e finanças, com diplomas de educação superior (95%) e mesmo de pós-graduação (51%). São oriundos das áreas técnicas (44%) ou de administração e economia (35%). Esses investidores informais normalmente exigem um plano de negócio da empresa que busca investimento, bem como procuram conhecer a equipe, protótipos e informações que permitam ao investidor avaliar o potencial de retorno.

Botelho et al. (2006) concluiu que investidores anjos apreciam a chance de retornar seu conhecimento, o que no ambiente empreendedor chamamos de *give back*. Isso se dá através de aconselhamentos e mentorias. Como se trata de empreendedores bem-sucedidos, em grande parte possui muita expertise técnica e jurídica para os processos de fundação e crescimento de novas empresas. Automaticamente, esse pré-conhecimento traz mais tração ao negócio, estratégia assertiva e crescimento acelerado as empresas nascentes. Aliado a isso, eles agregam suas redes de relacionamento, assumindo compromissos na gestão estratégica, em geral, através de uma participação ativa no Conselho de Administração (FREEAR, SOHL & WETZEL, 1990 e 2002).

A tese corrobora diretamente com Preston (2004) sinalizando que investidores são profissionais experientes que podem oferecer sabedoria e orientação ao empreendedor,

impulsionando projetos mais consistentes e inovadores. Portanto, esses importantes agentes que trabalham de forma ativa e introduzem suas expertises no *early stage* do negócio são os principais ativos de alavancagem do negócio e da redução do risco (GOMPERS, 1995).

É importante ressaltar que alguns investidores anjos têm grande preocupação com as questões sociais, e o que os motiva investir é saber que os produtos desenvolvidos por essas empresas podem salvar vidas ou aumentar a qualidade de vida da sociedade. Essa modalidade já é muito presente nos países desenvolvidos e vem crescendo com muita força no Brasil, juntamente com os negócios sociais, ambientais e de gênero.

METODOLOGIA

A linha de condução definida, que sustenta o objetivo da pesquisa, é baseada nos fatores históricos, de análise do perfil do investidor anjo no Brasil, afim de apontar o seu papel como catalisador de projetos inovadores, assim como agente precursor de movimentos e mudanças disruptivas no mercado e na sociedade.

Para tal, foi realizado um processo de revisão bibliográfica em livros, handbooks, revistas especializadas, dissertações de mestrado, artigos científicos e na Internet. Os principais pontos apresentados são: a inovação e os principais conceitos, o ecossistema de inovação e a empresa nascente dentro desse contexto (as *startups*), a descrição do investidor anjo, o papel e a importância dos anjos nesse processo, o panorama do investimento anjo no Brasil e conclusões.

Segundo Diehl (2006) a pesquisa qualitativa será aquela cujo objetivo é descrever a complexidade que envolve determinado problema, tornando necessário entendê-lo e classificar os processos dinâmicos na ordem em que são vivenciados pelos grupos. Devido à sua subjetividade, a pesquisa qualitativa busca contribuir em processos de mudança e transformação social, possibilitando o entendimento de especificidades de pessoas e objetos. Dadas suas características, elegeu-se a pesquisa qualitativa para orientar esse estudo.

Para a coleta de informações, foi eleita como procedimento a pesquisa bibliográfica em que, segundo Oliveira (2002), tem-se como principal vantagem a possibilidade de cobertura de uma gama mais ampla de informações e acontecimentos por parte do pesquisador – mais do que em pesquisas diretas. Dessa forma, o levantamento da bibliografia possibilita ao pesquisador entrar em contato com fontes primárias, secundárias, materiais científicos e técnicos, necessários e importantes ao conhecimento sobre o tema. Alguns dados foram aproveitados de pesquisas já realizadas anteriormente, constituindo-se como uma pesquisa secundária de dados. Portanto, optou-se pela chamada “análise da análise” (Glass, 1976) que concluímos como o método mais adequado para se levantar, identificar e avaliar o objeto de estudo em questão.

ANÁLISE DE RESULTADOS

No Brasil onde as restrições à capitalização de pequenas e médias empresas são maiores que no mercado americano, o mercado de investidor anjo encontra-se ainda incipiente, apesar de estar crescendo (TITERICZ, 2003). O crescimento de iniciativas como a associação de investidores anjo pode constituir numa forma de viabilizar empreendimentos que, de outra forma, a despeitos das iniciativas governamentais, teriam grande dificuldade de obter capital.

O quadro 5 apresenta o resultado de um estudo de caso traçando o perfil do investidor anjo no Brasil realizado pelo Gávea *Angels*, a primeira associação de investidores anjos formalizada no País (BOTELHO et al., 2006).

Quadro 5: Perfil do investidor anjo no Brasil, segundo a pesquisa Gávea *Angels*.

DADOS DEMOGRÁFICOS	
Idade	A idade média é de 51 anos, sendo que 27% dos associados possuem menos de 30 anos, e 63% acima de 48 anos.
Sexo	A totalidade dos investidores é do sexo masculino. Apenas 10% mulheres.
Educação	Os investidores possuem uma boa formação: 27 % são graduados e 73%, além da graduação, possuem títulos de Pós-Graduação ou MBA em universidades consagradas no exterior e no Brasil. Nenhum dos entrevistados possui uma formação máxima de doutorado.
PARÂMETROS ECONÔMICO-FINANCEIROS DOS INVESTIDORES	
Montantes médios que estariam dispostos a investir em cada oportunidade	O valor médio mínimo do grupo foi de R\$ 33.636,00, e o valor médio máximo do grupo foi de R\$ 85.454,00, e a média global ficou em R\$ 59.545,00.
Porcentagem do Patrimônio Investido	Os investidores entrevistados pretendem alocar uma média de, no máximo, 13,8% de seu patrimônio para o financiamento de empresas nascentes.
Nº de investimentos que pretendem realizar por ano	O valor médio máximo encontrado foi o de dois investimentos por ano.
Taxa média anual desejada de retorno do investimento	A média do valor mínimo do grupo foi de 21,5%, e a do valor máximo de 76,25%. A média global da expectativa de retorno esperado ficou em 48,87%.
Tempo esperado de retorno do investimento (período de <i>payback</i>)	O tempo médio máximo de espera para o retorno do investimento é de seis anos. No entanto, 45% dos entrevistados estão dispostos a esperar entre sete e oito anos para obter o retorno.
Participação acionária desejada	Para o grupo de investidores varia, em média, entre 35% (mínima) e 50% (máxima).
Motivação Para Investir	As principais motivações explicitadas nos discursos foram: 1- apoiar o empreendedorismo; 2- desafio de lidar com esta classe de ativos em nosso país; 3-Manter-se ativo e atualizado; e 4-retorno financeiro e diversificação do portfólio de investimentos.

Fonte: Adaptado de Botelho et al. (2006)

Segundo pesquisa mais recente da Anjos do Brasil (2017), maior associação de investimento anjo do Brasil, os investidores anjo no país estão mais numerosos: passaram de 5,3 mil para 6,3 mil, um aumento de 18%. O volume de recursos investidos também cresceu, mas numa proporção menor: subiu 10%, passando de R\$ 450 milhões para R\$ 495 milhões, em relação ao ano anterior. Em média, o aporte para as *startups* ficou em R\$ 79 mil – uma

redução de 7% em relação ao volume anterior, que era de R\$ 85 mil. Ficou evidente também no estudo que 80% dos investidores anjo são receptivos, ou seja, eles esperam chegar indicações de oportunidades de investimentos. Não buscam. Deve-se em parte esse crescimento à queda da taxa de juros, o que reduz os ganhos com aplicações tradicionais, em bancos, ações e imóveis.

Ainda segundo a pesquisa, os maiores desafios para o crescimento do investimento anjo no Brasil são a falta de proteção e de estímulo para investidores.

O investidor anjo está disposto a tomar o risco da perda do capital em função de maior retorno, no entanto, devido à falta de regulamentação da descaracterização da personalidade jurídica das empresas leva ao risco potencial adicional de além de perder seu investimento eventualmente ter de arcar com passivos adicionais da empresa, ainda que não tenha qualquer envolvimento na administração, que por lei prevê que a responsabilidade deve ser limitada ao seu capital social.

Nos EUA e em outros países onde a prática do investimento anjo está mais desenvolvida existem regulamentações que protegem os investidores, garantindo que nenhuma dívida da empresa atinja seu patrimônio pessoal.

Outra barreira é a falta de estímulo, ou melhor, equiparação de incentivos tributários com outras aplicações. Alguns exemplos disso são: enquanto um investidor no mercado de ações pode compensar eventuais perdas de um investimento com o lucro de outros e ser tributado somente sobre o resultado total apurado, no caso do investimento anjo privado, não há esta previsão de compensação. Assim, mesmo que o resultado total fosse nulo, o investidor poderia ser tributado sobre um dos ganhos.

Outro exemplo comparativo é com os incentivos dados ao mercado imobiliário, em que o investidor tem isenções em um investimento de menor risco, quando a lógica deveria ser de quanto maior o risco, maior o incentivo.

Em diversos países, como EUA, Inglaterra, França e Portugal, são adotadas políticas de incentivo fiscal para investidores anjo, pois os governantes entendem que quanto mais investimentos são feitos, maior será a geração de empregos e tributos futuramente.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa apresentou os principais conceitos sobre inovação, empreendedorismo, startups e investidores anjos, e ficou evidente que existe relação entre eles. Entretanto, foi observado que o fator inovação é o mais importante para a criação de valor das startups no mercado nacional.

Um ecossistema de inovação eficiente, se diferencia pelo foco na co-criação de valor através do desenvolvimento de um ambiente propício ao investimento e desenvolvimento das empresas iniciantes, alavancadoras da inovação disruptiva, onde os diversos atores “competem” investindo e desenvolvendo suas capacidades.

Esse ecossistema de incentivo a inovação é composto por indivíduos, organizações, fundos de investimento além da necessária participação das agências e órgãos do Estado, aparato regulatório e processos complexos diversos.

Respondendo à questão dessa pesquisa, o papel dos investidores anjo como agentes de inovação no ecossistema empreendedor brasileiro se confirma através dos crescentes resultados obtidos, ainda que recentes.

Todos esses elementos são essenciais para o desenvolvimento econômico de um país, seja na criação de um novo produto ou serviço, mas para que isso aconteça se faz necessário o apoio financeiro dos investidores anjos nesse processo, principalmente nos primeiros anos de vida da empresa.

Por outro lado, fica claro que as micro e pequenas empresas são responsáveis pela geração da maior parte dos empregos formais no Brasil, apesar disso, ainda não contam com uma estrutura formal de apoio de crédito. Este estudo contribui para mostrar a relevância do papel do investidor como esse “mentor” que ajuda no bom gerenciamento do capital de giro e estratégia para a sobrevivência das empresas. O mau gerenciamento aumenta a mortalidade das mesmas.

Este tipo de investimento vem, potencialmente, suprir uma lacuna existente no financiamento de empresas emergentes no Brasil, o que leva ao aquecimento da economia por gerar empregos diretos e indiretos em um curto espaço de tempo.

Concluimos, portanto, da importância da união de três fatores para que esses agentes de inovação sejam mais participativos na sociedade: (a) a desmistificação e propagação dessa modalidade de investimento no ecossistema de inovação; (b) formação e capacitação de mais investidores anjos no mercado; (c) formalização de políticas e leis governamentais que privilegiem e desburocratizem esse tipo de investimento no mercado, trazendo facilidades ao investidor para injeção de capital semente nas *startups*.

Por ser um assunto recente no Brasil, há um vasto campo de oportunidades de novos estudos referentes a estudos de caso, aos processos de troca de experiência e suporte em gestão por exemplo.

REFERÊNCIAS

ADNER, R. **Match Your Innovation Strategy to Your Innovation Ecosystem**, Harvard Business Review, Harvard Business School Publishing Corporation, v. 84, ed. 4, p. 1-11, abr, 2006.

ADNER, R; KAPOOR, R. **Value Creation in Innovation Ecosystems: How the Structure of Technological Interdependence Affects Firm Performance in New Technology Generations**. (March, 2009). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1353582>

AJZEN, I. **The Theory of Planned Behavior**. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 50, 179-211- 1991. [http://dx.doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](http://dx.doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T). Acessado em 18 dez 2018.

AJZEN, I.. **From intentions to actions: a theory of planned behavior**. In: KUHI, J.; BECKMAN, J.. **Action control: From cognition to behavior**. Heidelberg: Springer, 1985.

BAF BUSINESS ANGELS FUNDING- **Understanding the Nature and Impact of Business angels Funding**. A study by The European Comission (2015). (<http://europa.eu>)

BENGTSSON, M.; KOCK, S. **Coopetition in Business Networks - to Cooperate and Compete Simultaneously**. *Industrial Marketing Management* v. 29, p. 411-426, 2000.

BLANK, S. **The for steps to the epiphany: successful strategies for products that wit**. 2. ed. Cafepress, 2006.

BLANK, S., **Why The Lean Start-Up Changes Everything**, Harvard Business Review, 2012.

BOTELHO A. J.; DIDIER, D.; HOCHMAN, N.; RODRIGUES, M V R.. **Impulsionando o take-off da inovação no Brasil: O Investidor Anjo**. 30º Congresso Enanpad. 23 a 27 de setembro de 2006.

BROWN, R., MAWSON, S., ROWE, A. AND MASON, C. **Working the crowd: improvisational entrepreneurship and equity crowdfunding in nascent entrepreneurial ventures**. *International Small Business Journal* (2017).

CLARK C., 2008. The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. **Venture Capital** **10** (3), 257–279

CHESBROUGH, Henry. Open innovation: a new paradigm for understanding industrial innovation. **Open innovation: Researching a new paradigm**, v. 400, p. 0-19, 2006.

CHRISTENSEN, C. **The innovator's dilemma: when new technologies cause great firms to fail**. New York: Harvard Business Review Press, 1997.

CHRISTENSEN, C.M.; RAYNOR, M.E. **The Innovator`s Solution :creating and sustaining successful growth**. Harvard Business School Publishing Corporation 2003.

DIEHL, A. A. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Pearson, 2006.

FRANCISCO, J.L; PINTO, R.A.Q; BOTTER,R.C; **Ecosistemas de Negócios e Cluster: Uma Revisão Da Literatura**. Anais do V Simpósio de Engenharia de Produção - SIMEP 2017.

GARNSEY, E.; LEONG, Y. **Combining resource-based and evolutionary theory to explain the genesis of bio-networks**. *Industry and Innovation*, v. 15, n. 6, p. 669-686, 2008.

GITAHY, Y. **O que é uma startup?**. 2011. Disponível em: Acesso em: 17 dez 2018.

GLASS, G. V. **Primary, secondary and meta-analysis of research**. *American Educational Research Association*, v. 5, n. 10, 3-8, 1976.

GOMES, L. A. V; FACIN, A. L. F; SALERNO; M. S; IKENAMI; R. K. **Unpacking the innovation ecosystem construct: Evolution, gaps and trends**. *Technological Forecasting and Social Change*, 2016.

HARRISON, S. S. **O Paquistão, um ator-chave**. *Le Monde Diplomatique Brasil*, ano 2, n.21, out. 2003. Disponível em: Acesso em: 01 abr. 2019.

HISRICH, R. D., & PETER, M. P. **Empreendedorismo**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

IANSITI, Marco e Levien, Roy. **The keystone advantage: What the new dynamics of business ecosystems mean for strategy, innovation, and sustainability**. Harvard Business School Press: Boston, Massachusetts, 2004.

- IKENAMI, Rodrigo Kazuo; SALERNO, Mario. **Ecosistema de negócio: estudo exploratório acerca da delimitação de suas fronteiras**. Anais.. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2015.
- JALONEN, H.; LÖNNQVIST, A. **Exploring the Critical Success Factors for Developing and Implementing a Predictive Capability in Business**. Knowledge and Process Management, 18(4), p.207-219, 2011.
- KANDIAH, G.; GOSSAIN, S. **Reinventing value: the new business ecosystem**. *Strategy & Leadership*, v. 26, n. 5, p. 28-33, 1998.
- LANDSTROM, H.; MASON, C. **Handbook of Research on Business Angels**. Edward Elgar Publishing, 2016.
- LONGHI, F. **A história da revolução das startups**. Imasters, 2011. Disponível em: <<http://imasters.com.br/artigo/20027/mercado/ahistoria-da-revolucao-das-startups>>. Acessado em 23 de mar. de 2019
- MADRID-GUIJARRO, A.; GARCIA, D.; AUKEN, H.V. **Barriers to Innovation among Spanish Manufacturing SME**. Journal of Small Business Management, 2009.
- MASON.C, ROGERS, A., 1997 **The business Angels investment decision: an exploratory analysis**. In: Deakings, D., Jennings, P., Mason, C (Eds.) *Entrepreneurship in the 1990s*. Paul Chapman Publishing. London, pp. 29-46., 1997
- MASON, C. M. Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), **The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures**. London: Springer, 2006.
- MASON, C. M. & HARRISON, . **Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market**. London: BERR, 2008
- MOORE, James F. **Predators and prey: a new ecology of competition**. Harvard business review, v. 71, n. 3, p. 75-86, 1993.
- NAGER, M.; NELSEN, C.; NOUYRIGAT, F. **Startup weekend: como levar uma empresa do conceito à criação**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2012.
- OLIVEIRA, S. L. **Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisa, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- PAVITT, K.; ROBSON, M.; TOWNSEND, J. **The size distribution of innovating firms in the UK: 1945–1983**. Journal of Industrial Economics, v. 35, n. 3, p. 297-316, 1987.
- PELTONIEMI, M., VUORI, E. **Business Ecosystem as The New Approach to Complex Adaptive Business Environments**, *Frontier of e-business Research*, Tampere, Finland, 2004.
- POWER, T. & JERIJIAN, G. "Ecosistema: vivendo os 12 princípios de negócios em rede", *Financial Times Management*. 2001.

PRAJOJO, D.T; AHMED, P.K. **Relationships between innovation stimulus, innovation capacity, and innovation performance.** R&D Management 36, 5, 2006.

REVISTA EXAME. mercado-de-62-mil-players-que-cresce-20-ao-ano-startupsmovimentam-a-cena-no-brasil. Disponível em <https://exame.abril.com.br/negocios/dino/mercado-de-62-mil-players-que-cresce-20-ao-ano-startups-movimentam-a-cena-no-brasil/>.

RIES, E., **Lean Startup**, 1st ed., Crown Business, 2012.

RIES, E., **Welcome To The Success Factory, Management Today**, pág. 48, 2012. Disponível em <http://www.haymarket.com/home.aspx>, acessado em 01/04/2019.

RIDING, A., MADILL, J., HAINES, G., 2007. Investment decision making by business angels. In: Landström, H. (Ed.), *Handbook of Venture Capital*. Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 332–346.

ROGERS, E.M. *Diffusion of Innovations*. The Free Press 1983.

SCHUMPETER, J. A. **A teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo, Nova Cultura. 1988.

SCHUMPETER, Joseph. "**O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico**". In *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro: Nova Cultural, 1975.

SEBRAE. **Investimento Anjo**. Cartilhas de Capital Empreendedor Brasília DF, 2015.

SITE **Anjos do Brasil. A Importância do Investimento anjo**. Disponível em <http://www.anjosdobrasil.net/a-importancia-do-investimento-anjo.html>. Acessado em 23 de mar. de 2019.

SUTTON, S. M. **The role of process in software start-up**. IEEE software, v. 17, n. 4, p. 33-39, 2000.

TABORDA, A. **O que é uma start up?**. 2006. Disponível em: Acesso em: 01 abr. 2019.

TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos Fundos de Investimentos de Capital de Risco Brasileiro**. 80f. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Engenharia de Produção). Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Florianópolis, 2003.

TURCHI, L; MORAIS, J.M. **Políticas de apoio à Inovação tecnológica no Brasil: Avanços recentes, limitações e propostas de ações**. Brasília: Ipea, 2017.

UTTERBACK, J.N; SUAREZ, F.F. **Innovation, Competition and Industry Structure**. MIT 1990.

WETZEL, W.E., *Informal Risk Capital In New England*. In *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*, edited by K.H. Vesper, pp. 217-245. Babson College, Wellesley, MA. 52,

1981WTZEL, W E, jr., Angels And Informal Risk Capital. **Sloan Management Review**, 24 (4): 23-34., 1983.