

1 Introdução

A economia mundial tem passado por diversas mudanças. As revoluções tecnológicas, cada vez mais aceleradas, baixam os custos de comunicação, transporte e remessas internacionais de capital e mercadorias. É o fenômeno da globalização que ganha força e impõe às organizações um ambiente a cada dia mais dinâmico.

Neste novo contexto, tarefas rotineiras, como linhas de produção, são facilmente transferidas pelas grandes empresas para locais com menor custo de mão-de-obra. A manutenção de empregos, também ameaçada pela automação industrial, passa então a ser um desafio às sociedades.

Diante destas mudanças, houve uma valorização da importância econômica das PME (Pequenas e Médias Empresas), que se mostraram, por seu dinamismo e flexibilidade, uma forte alternativa para as indústrias enfrentarem um ambiente moderno cada vez mais turbulento.

Foi o enfraquecimento da *Economia Gerencial* diante do advento da *Economia Empreendedora*, em que o conhecimento passou a constituir um importante insumo do processo produtivo, antes baseado no capital e força de trabalho. Esta última tornou-se uma aliada na busca pelo desenvolvimento.

É a então citada forte ligação com o conhecimento o maior diferencial deste novo modelo econômico. A necessidade de uma mão-de-obra com maior qualificação, capaz de pensar e assumir para si parte da responsabilidade de suas tarefas, restringe a liberdade das empresas em transferirem suas tarefas para locais de menor custo. Assim, o novo modelo possui uma maior dependência no que diz respeito à localização geográfica do que seu antecessor.

Este novo modelo impôs também aos governantes novos desafios. Não bastavam mais a esses as políticas constrangedoras ao abuso de poder das grandes empresas. Tornou-se necessário criar políticas de incentivo ao desenvolvimento das PME.

Desta forma, as fontes de financiamento de cada um dos modelos citados também mudou. Enquanto na *Economia* Gerencial a forte ligação das empresas com os bancos era capaz de suprir a demanda de capital necessária ao crescimento econômico, na *Economia Empreendedora* as incertezas geraram uma demanda por uma fonte alternativa de financiamento. O elevado risco das PME passou a exigir coragem e conhecimento para efetuar o investimento, aumentando assim a importância do capital de risco dentre as fontes de financiamento disponíveis (Audretsch & Thurik, 2001).

Os investidores anjos, constituintes do setor informal deste mercado, são o foco desta dissertação. Esses utilizam recursos próprios e investem de forma societária em empresas nas suas etapas iniciais. Embora não participem na empresa na qual investiram em tempo integral, costumam ocupar um lugar no quadro de conselheiros e ainda contribuir com seu conhecimento técnico, administrativo, financeiro, ou qualquer outro que lhe seja pertinente.

Os investidores anjos são importantes personagens no processo de valorização do conhecimento. Eles dinamizam o sistema de inovação e ajudam muitas empresas a transporem a dificuldade de se obter financiamento nas etapas iniciais do seu crescimento. Por este motivo, estes investidores são o foco desta dissertação, que busca avaliar as barreiras que eles enfrentam em seu processo de investimento.

1.1 Objetivo

O objetivo desta dissertação é identificar, com base na literatura internacional, as principais barreiras que prejudicaram, ou prejudicam o desenvolvimento do investimento anjo em diversos países.

Além disso, por meio de uma pesquisa com investidores anjos brasileiros, pretende-se avaliar a ocorrência destes problemas no âmbito nacional e ainda, propiciar a identificação de outros não identificados na pesquisa bibliográfica realizada.

Os dados obtidos pela pesquisa serão ainda comparados segundo as informações obtidas a respeito do mercado internacional, podendo-se, assim, avaliar com melhor precisão o estágio de desenvolvimento desta forma de investimento no Brasil.

Espera-se que este trabalho possa contribuir para o aumento do conhecimento acerca dos investidores anjos no Brasil e, com isso, facilitar a promoção desta forma crítica de financiamento de empresas emergentes inovadoras em seus estágios iniciais de crescimento.

1.2 O Ciclo de Crescimento das Empresas

As empresas, em seu processo de crescimento, passam por diversas etapas que podem ser academicamente diferenciadas. A fase inicial é a germinação, seguida pela partida, primeiro, segundo e terceiro estágios e, finalmente, pela ponte. Ao longo destas etapas, as empresas tradicionalmente demandam por capital para o seu crescimento. O montante e o provedor deste capital variam de acordo com a empresa e a fase em que ela se encontra.

Estágio	Definição	Investimento Típico	Quem Investe
Germinação	Provar um conceito e qualificar-se para receber o capital de partida	\$25.000 - \$500.000	Anjos individuais Grupos de anjos Capitalistas de risco de estágios iniciais
Partida	Produto completo. Desenvolvimento e início do marketing.	\$500.000 - 3.000.000	Anjos individuais seletos Grupos de anjos Capitalistas de risco de estágios iniciais
Primeiro	Início de uma produção completa e vendas	\$1.500.000 - \$5.000.000	Capitalistas de risco
Segundo	Expansão dos negócios e conquista de maior fatia de mercado.	\$3.000.000 - \$10.000.000	Capitalistas de risco Empresas de colocação
Terceiro	Expansão do capital para fortalecimento da empresa.	\$5.000.000 - \$30.000.000	Capitalistas de risco Empresas de colocação
Ponte	Preparação para a venda ou ida a público.	\$3.000.000 - \$20.000.000	Empresas de colocação Firmas especializadas Bancos de investimento

Quadro 1 – Formas de financiamento das empresas ao longo do seu ciclo de crescimento (Fonte: Linde & Prasad, 2000, p.9).

Segundo Sohl, (2003), antes da germinação, as empresas são financiadas pelo próprio empreendedor, com capital próprio, da família, de amigos ou por alguma outra forma criativa disponível. É o chamado *love money*. Posteriormente, quando já germinada e na fase de partida, a principal fonte de capital são os investidores privados, os investidores anjos. Continuando a crescer, as empresas recebem aporte financeiro dos capitalistas de risco profissionais até que estejam

prontas para serem vendidas por negociações diretas ou para o lançamento de ações na bolsa de valores. O Quadro 1 e a Figura 1 ilustram as fases de crescimento das empresas, com um valor típico para a necessidade de capital em cada etapa e as principais fontes de financiamento.

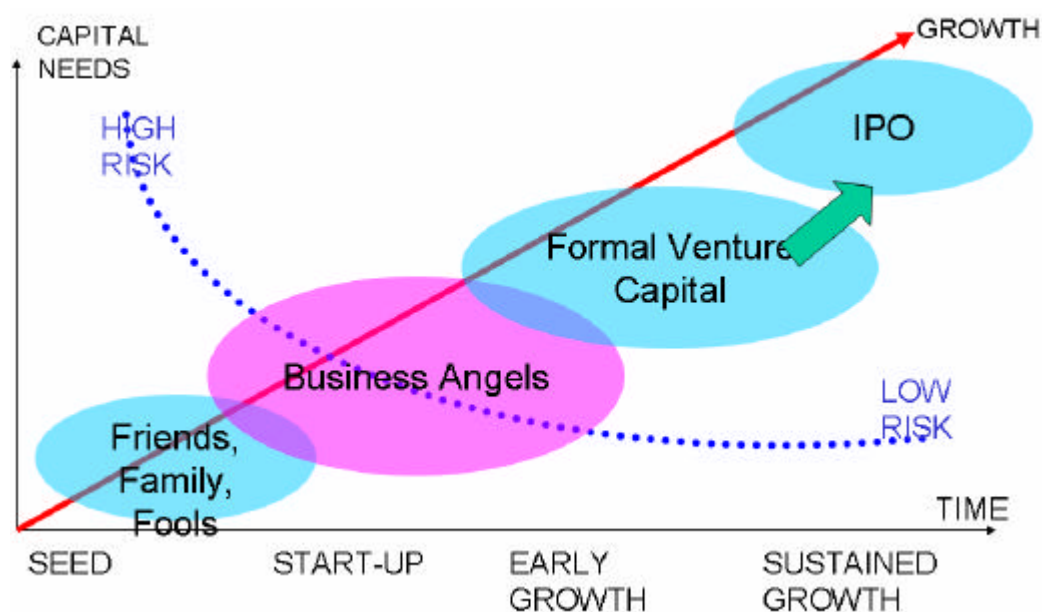


Figura 1 – Processo de crescimento das empresas e suas fontes de capital (Fonte: Botelho, 2005, p.10).

1.3 Os Investidores Anjos

Os investidores anjos são pessoas físicas com elevado capital financeiro e social que investem parte de seus próprios recursos na forma de participação societária nas etapas iniciais das empresas. São normalmente do sexo masculino, com mais de 40 anos, curso superior e um passado profissional bastante variado. Podem ter sido empreendedores de sucesso, executivos exemplares ou até mesmo terem alcançado o sucesso financeiro por meio de herança.

Habitualmente, estes investidores não dependem financeiramente desta atividade, que representa apenas uma pequena parcela de suas carteiras de investimento, normalmente algo entre 5 e 10% dessas (Mason & Harrison, 2002).

Contribuem ainda, adicionalmente ao apoio financeiro, com o capital social, que é considerado por muitos ao menos tão importante quanto a ajuda monetária. Muitos anjos participam no processo de crescimento da empresa pela participação no conselho ou ainda atuando no dia-a-dia dessa. Este processo acelera o

crescimento das empresas, aumenta as chances de sucesso e facilita a captação de rodadas posteriores de financiamento.

Quanto às motivações para o investimento, os anjos são movidos predominantemente por razões financeiras, porém também outras são citadas como incentivos ao investimento.

Os anjos possuem, contudo, algumas características e preferências quase que unânimes. Talvez as mais importantes sejam: seu desejo de anonimato, a preferência pelos estágios iniciais de crescimento das empresas, ou ainda, a restrição geográfica de distância para as empresas que planeja investir. A primeira, ou seja, o desejo pelo anonimato, é uma característica que dificulta seu estudo uma vez que a identificação destes indivíduos para pesquisas é bastante prejudicada.

Os anjos normalmente buscam suas oportunidades de investimento por meio de suas redes pessoais: outros investidores, contadores e advogados, entre outros. Eles prezam por demais a qualidade técnica e gerencial do empreendedor e sua equipe, e apreciam uma prévia indicação por alguém de sua confiança.

Os anjos também apreciam investirem junto com outros anjos. Os co-investimentos, conforme podem ser chamados, aumentam o capital social disponível para as empresas que recebem os investimentos e diminuem os valores aportados individualmente, diminuindo assim o risco ao qual o investidor se expõe.

A taxa de retorno destes investimentos, por se tratar de um mercado de risco, é bastante imprevisível e pode variar de ganhos excepcionais até perdas totais do montante investido. Por volta de 40% dos investimentos envolvem perdas, sendo quase 35% perdas totais. No entanto, os retornos elevados de alguns outros são capazes de compensar as perdas anteriores e justificar o envolvimento do investidor neste mercado.

Modernamente, os anjos passaram a organizarem-se em grupos. As BANs (*Business Angel Networks*), conforme são comumente chamados na literatura internacional, tiveram um crescimento bastante expressivo nos últimos anos, tanto no que diz respeito ao número de grupos, quanto ao número de associados.

Normalmente sem fins lucrativos, as BANs promovem encontros entre investidores e empreendedores em busca de financiamento. Podem ainda ajudar os investidores no seu processo de aprendizado e qualificação, na identificação de

co-investidores ou, ainda, como co-investidores propriamente ditos por meio dos fundos de capital, formado normalmente com recursos dos próprios associados, ou ainda seus familiares e amigos.

As BANs aumentam ainda a capacidade de investimento do mercado informal de capital de risco e faz com que esse seja capaz mitigar a escassez de financiamento, ou *gaps*, provocada pelo aumento nos valores investidos pelo setor formal deste mercado.

No Brasil, a presença destes investidores ainda é muito recente, o volume investido é pequeno, mas alguns progressos têm sido observados.

1.4 A importância dos Investidores Anjos

A importância dos investidores anjos pode ser demonstrada de duas formas diferentes: a primeira, evidenciando-se a importância do capital de risco para o empreendedorismo, e desse na economia moderna; a segunda, demonstrando-se o quanto políticas de incentivos a este mercado têm sido utilizadas na busca pelo crescimento econômico e combate ao desemprego.

As trajetórias da Internet, das telecomunicações e das ciências humanas, entre outras, têm criado boas oportunidades comerciais para os empreendedores. Estas oportunidades, quando combinadas com disponibilidade de capital e um mercado financeiro favorável, podem propiciar um elevado crescimento de algumas destas empresas (Linde & Prasad, 2000). Para este crescimento, o capital de risco constitui um importante aliado. Nas etapas iniciais, os investidores anjos são mais atuantes que o setor formal e constituem a principal fonte de capital para estas empresas. Mais de dois terços dos investimentos anjos ocorrem nas etapas iniciais das empresas (Sohl, 2003). Entre 1981 e 1983, em um estudo realizado com 100 empresas criadas neste período, todas pertencentes à lista das 500 empresas de crescimento mais acelerado nos EUA, verificou-se que três quartos dessas utilizaram capital de risco durante seu processo de crescimento (Bhidé, 2000, *apud* Bhidé, 2005).

Os anjos contribuem para as empresas em um momento crítico e ajudam a transpor o *gap* de financiamento existente até as rodadas futuras do capital de risco formal (De Faoite *et al.*, 2002). Sem o auxílio dos anjos, muitas empresas não seriam capazes de ultrapassar esta difícil etapa (Sohl, 2003).

Estas novas empresas, conforme enunciado, são importantes para o sistema de inovação moderno e propiciam ao novo modelo econômico o dinamismo necessário diante de um ambiente turbulento. Assim sendo, os anjos ajudam no processo de valorização do conhecimento (Botelho, 2005).

Já no que diz respeito às políticas de incentivo, essas vêm sendo adotadas em diversos países. O Reino Unido¹ desenvolveu um projeto piloto governamental de três anos que, pelo incentivo aos investidores anjos, obteve ótimo resultado no que diz respeito ao custo para geração de empregos se comparado com outras possíveis alternativas, incluindo-se nessas o mercado formal de capital de risco (Aernoudt, 1999). Tais políticas também vêm sendo desenvolvidas em muitos outros países, desenvolvidos ou em desenvolvimento.

No Brasil, os anjos têm aumentado sua importância e existem evidências de que o número total de investidores financiando empresas emergentes tem crescido devido ao aumento do poder financeiro e de uma economia mais estável (Botelho, 2005). Contudo, com políticas públicas adequadas, pode-se acelerar o desenvolvimento dessa atividade no Brasil, uma vez que comprovadamente tem contribuído para a geração de empregos e o crescimento econômico de outros países.

1.5 Os Problemas Enfrentados Pelos Investidores Anjos

Diversas ineficiências têm sido observadas no setor informal de capital de risco, principalmente devido à falta ou má distribuição de informações (Osnabrugge & Robinson, 2000; Sørheim & Landström, 2001, *apud* Sørheim, 2003). Os empreendedores reclamam da falta de dinheiro enquanto, ao mesmo tempo, os investidores não conseguem investir tanto quando desejariam (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002).

Nesta dissertação foram pesquisados, com base na literatura internacional, alguns desses problemas que impedem o crescimento desse mercado. Foram identificadas questões inerentes ao mercado, questões legais e políticas e ainda

¹ O Reino Unido é um país e um estado soberano. É formado por 4 nações: Inglaterra, Escócia e País de Gales (Ilha da Grã-Bretanha), e Irlanda do Norte (Ilha da Irlanda), além de territórios que não pertencem a nenhuma destas nações, como a Ilha de Man e as Ilhas do Canal (ou Ilhas Anglo-Normandas), e várias possessões espalhadas pelo mundo (Wikipédia, 2006).

aspectos do comportamento dos investidores anjos frente a algumas variáveis econômicas e políticas.

Os problemas enfrentados pelos investidores anjos ocorrem ao longo de todo o processo de investimento, desde a busca por uma boa oportunidade até o momento de saída do investidor.

A literatura revelou que a maioria das barreiras à atividade dos anjos nos mercados internacionais mais desenvolvidos encontra-se principalmente na fase de busca por novas oportunidades, seguida das fases de avaliação e negociação do investimento. Entretanto, segundo levantamento feito nos Países Baixos por Kuipers (1998), 50% dos investidores analisados reportaram problemas no desenvolvimento do negócio e, embora escassos, os problemas também ocorrem no momento da saída.

Segundo a literatura internacional, a fase de busca por oportunidades é a mais problemática. Para Kuipers (1998) 70% dos investidores encontram problemas nesta etapa. A falta de bons negócios é a principal reclamação dos investidores (Freear & Sohl, 2001, *apud* Freear *et al.*, 2002). Na fase de avaliação, ocorre uma deficiência no sistema de informação. Muitos problemas derivam das dificuldades encontradas na obtenção e valoração das informações necessárias ao julgamento das oportunidades de investimento (Karaömerlioglu & Jacobsson, 2000).

Na negociação, a aversão de muitos empreendedores à divisão societária da sua empresa e também do compartilhamento do poder com o investidor são barreiras à conclusão do investimento.

No desenvolvimento do negócio, os problemas dão-se principalmente devido a falhas de comunicação e confiança. Os anjos reclamam das limitações gerenciais dos empreendedores e sua equipe (Kuipers, 1998).

Na etapa de saída ocorre a menor incidência de problemas. Um dos problemas encontrados nesta etapa é a questão da diluição, que é a diminuição da participação do anjo na estrutura acionária da empresa.

A pesquisa revelou, contudo, alguns aspectos peculiares ao mercado brasileiro e não condizentes com o encontrado na literatura, acima citado. Um bom exemplo é a preocupação dos investidores nacionais com a fase de saída do negócio e uma preocupação menos intensa com a fase de busca de oportunidades.

Alguns outros aspectos, porém, são coincidentes entre a pesquisa e a busca bibliográfica.

Por fim, no que diz respeito ao comportamento anjo frente a algumas variáveis políticas e econômicas, ficou demonstrada uma grande semelhança entre os investidores da pesquisa realizada para esta dissertação e a feita por Mason & Harrison (2002). Das quatro variáveis de maior destaque, as duas que mais encorajam o investimento e as duas que mais desencorajam o investimento, três delas são coincidentes em ambas as pesquisas.

1.6 Estrutura da Dissertação

Este trabalho é dividido em oito Capítulos e dois anexos. O primeiro Capítulo, a Introdução, além de descrever o objetivo almejado, busca dar ao leitor uma breve noção do que será tratado no demais e introduzir alguns conceitos importantes para a compreensão deste trabalho.

O Capítulo seguinte apresenta uma caracterização do problema e contextualiza a atuação dos investidores anjos. São discutidos os conceitos da *Economia Empreendedora*, o que permite um melhor entendimento da importância dos investidores anjos e do mercado do capital de risco, descrito logo em seguida neste Capítulo. São apresentados, por fim, o conceito de capital social e o ciclo de crescimento das empresas.

O terceiro Capítulo é fruto de uma revisão literária acerca do investidor anjo, que é descrito segundo sua classificação, suas motivações para o investimento, seu envolvimento na empresa na qual investe e suas preferências de investimento. São descritos ainda o processo de investimento, a taxa de retorno dos investimentos e a atuação dos grupos de investidores anjos. Por fim, é exposta a realidade dos anjos no Brasil e as barreiras que eles enfrentam segundo a literatura.

A metodologia, o quarto Capítulo, descreve o desenvolvimento do trabalho e ainda formação da amostra escolhida para pesquisa, o processo de criação do questionário, a análise dos dados e os resultados e conclusões. Por fim, este Capítulo aborda as limitações deste trabalho.

No quinto Capítulo, são expostos os resultados coletados. As respostas do questionário são apresentadas uma a uma, em forma de gráficos ou tabelas, discutidas e, quando possível, comparadas.

Os sexto Capítulo, as Conclusões, expõe as principais idéias pela análise dos resultados da pesquisa, em conjunto com o conhecimento obtido durante a revisão bibliográfica.

Em seguida, o sétimo Capítulo apresenta algumas sugestões para pesquisas futuras e as considerações finais deste trabalho.

Para finalizar seguem a Bibliografia e os anexos, nos quais se encontram cópia do questionário aplicado e as tabelas com os dados coletados.