

3

O Mercado Informal de Capital de Risco

3.1 Os Investidores Anjos

Os investidores anjos, objeto desta dissertação, são personagens presentes há muito tempo na economia mundial. Alguns os identificam como oriundos do século XIX, outros do século XVIII, ou ainda da época dos descobrimentos. Independentemente da época, contudo, é fato que eles vêm ganhando a cada dia maior destaque seja do ponto de vista acadêmico ou econômico.

“Pode-se dizer que quando Cristóvão Colombo, em 1492, içou velas para achar uma rota para as Índias, ele deu início ao primeiro empreendimento com apoio de um anjo no mundo. Certamente, a rainha Isabella e o rei Ferdinand representavam ricos investidores com interesse nesse arriscado negócio, o qual não teria se realizado sem tal ajuda financeira. Outros, contudo, argumentam que tal início não se deu antes de 1781, quando o rei Luis XVI investiu U\$450.000 para financiar a primeira corporação apoiada pelo congresso dos Estados Unidos: o Banco da Filadélfia. O rei certamente estava apostando no talento gerencial da equipe, John Hancock e Ben Franklin para o sucesso do empreendimento. Um século depois, em 1874, quando o jovem Alexander Graham Bell precisou de dinheiro para terminar seus experimentos com o telefone, a idéia foi considerada tola pelos oficiais do banco que estavam sobre influência de uma opinião publicada no Jornal de Boston: Pessoas bem informadas sabem ser impossível transmitir-se a voz através de cabos, e, se possível fosse, sem praticidade seria. Além disso, Graham Bell não possuía uma empresa com um caixa que servisse de garantia ao empréstimo. Gardiner Greene Hubbard, procurador de Boston, e Thomas Sanders, comerciante, reconheceram aí uma oportunidade e forneceram o capital para fundar a Companhia Telefônica de Boston. A atividade anjo estava engrenando.” (Sohl, 2003, p.3).

Em relação à nomenclatura, o termo ‘anjo’ surgiu no início do século XX para designar investidores que assumiam o risco de financiar produções teatrais na Broadway. Modernamente, esse termo, ou ‘investidor anjo’, refere-se a pessoas com elevado capital social e financeiro que investem na fase inicial de empresas *start-ups* (Linde & Prasad, 2000).

Os anjos apreciam o anonimato, motivo pelo qual sua existência e reconhecimento foram durante tempos postos em dúvida. Um grande desafio para eles é conseguir encontrar o ponto de equilíbrio entre a exposição ao público e a

obscuridade de forma a manter um bom fluxo de negócios sem o comprometimento de sua privacidade.

O primeiro esforço para demonstrar a presença dos investidores anjos na economia utilizou-se de técnicas estatísticas e comprovou a existência de um ‘buraco negro’ nas fontes de financiamento das pequenas empresas. Em outras palavras, havia uma parcela de empresas que não se enquadravam em qualquer outra fonte de financiamento conhecida à época (Birch, 1979, *apud* Freear *et al.*, 2002).

Hoje em dia, a formação dos grupos de anjos facilita por um lado o estudo desses investidores, porém, pode resultar em conclusões tendenciosas, uma vez que não se consegue penetrar no universo dos investidores anjos individuais.

As seções seguintes, fruto de uma ampla revisão literária, descrevem um pouco do universo informal da indústria de capital de risco. Os investidores anjos serão abordados quanto a sua classificação, suas motivações para investir, seu envolvimento na empresa investida e suas preferências de investimento.

3.1.1 Classificação

Os investidores anjos são pessoas ricas que investem seus próprios recursos em empresas iniciantes na forma de participação societária. São normalmente do sexo masculino, com mais de 40 anos, curso superior e um passado bastante variado. Podem ter sido um empreendedor de sucesso, um executivo exemplar com carreira em grandes empresas ou ainda, embora isso não seja muito comum, ter herdado sua fortuna.

“É mais provável que os investidores anjos tenham atingido seu *status* financeiro por seus próprios esforços do que por heranças e, em particular, mais provável ainda que o tenham atingido por meio de uma atividade empreendedora em vez de um cargo de elevada remuneração.” (Mason & Harrison, 2002, p.275).

A riqueza, contudo, embora necessária, não é condição suficiente para a formação de um investidor anjo (Mason & Harrison, 2002). A atividade requer uma capacidade de avaliação de oportunidades e riscos que exigem conhecimento e acesso a informações. O capital social é extremamente enriquecido pela experiência profissional e enquanto investidor.

É por intermédio do capital social que os investidores anjos obtêm boas oportunidades de investimento e as informações necessárias para avaliar e aproveitar com presteza as oportunidades

Esses investidores, via de regra, não dependem financeiramente desses investimentos que, para a maioria, representam apenas algo entre 5 e 10% de suas carteiras (Mason & Harrison, 2002). Possuem, normalmente, histórias de sucesso no passado que lhes garantem uma vida confortável. Muitos já foram empreendedores e obtiveram sua fortuna pela venda de seus negócios. Outros, foram renomados executivos de grandes empresas. No geral, costumam possuir grande habilidade gerencial e bom conhecimento técnico para identificar boas oportunidades em suas áreas de formação.

A variedade na formação dos investidores também resulta em variedade quanto ao seu comportamento. As descrições encontradas na literatura são bastante variadas: algumas enfatizam a forma de investimento, outras as características pessoais dos investidores, sua maneira de agir ou ainda uma combinação desses elementos.

“...os investidores anjos são uma população bastante heterogênea com diferentes níveis de familiaridade com as técnicas de investimento. Variam do empreendedor que ganha todo seu dinheiro com sua empresa até o inexperiente investidor virgem.” (Mason & Harrison, 2002, p.285).

“Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa” (Liu, 2000, p.2).

“Um anjo é um provedor de capital de risco para pequenas empresas privadas. Por capital de risco entenda-se capital societário (ou semelhante). Esse provedor é rico e não um intermediário, como, por exemplo, uma pequena empresa de investimento ou um grupo de parceiros associados. Os anjos não são os empreendedores principais nem seus familiares.” (Prowse, 1998, p.786).

As classificações e a terminologia também são bastante variadas. Essas mostram as diferentes formas de comportamento dos anjos, sendo úteis e ao mesmo tempo perigosas. Estereótipos devem ser evitados (Freear *et al.*, 2002). Existem classificações das mais diversas, com dez, seis, quatro categorias (Erikson & Sørheim, 2005). Elas dividem os anjos em ativos, passivos ou potenciais, de acordo com o envolvimento na empresa, pela experiência, dentre

outros critérios de avaliação. Linde & Prasad (2000), por exemplo, classificam os anjos em: anjos por retorno financeiro, anjos com experiência operacional, anjos empreendedores profissionais e anjos guardiões.

A classificação simples, mencionada acima, em que os anjos são divididos em ativos, passivos e potenciais, satisfaz o propósito desta dissertação.

O primeiro grupo, o dos investidores anjos ativos, é sem dúvida o mais importante economicamente e também o mais valorizado pelos empreendedores que conscientemente buscam essa forma de financiamento. Esses anjos exercem um maior relacionamento com as empresas em que investem e gostam de atuar no dia-a-dia da empresa. O aporte de capital social é mais intenso, o que favorece o desenvolvimento das empresas. Dessa maneira, ainda eles controlam melhor os seus investimentos.

Os investidores passivos já possuem um relacionamento menos intenso com as empresas nas quais investem. Eles podem, sim, prover as empresas com capital social e participar do seu conselho também para propiciar o crescimento e controle, mas seu relacionamento é muito mais financeiro. Muitos desses investidores são extremamente dependentes de outros investidores ativos que os auxiliam durante todo o processo.

Os últimos, os investidores potenciais, são na verdade pessoas físicas com as características de investidores anjos, mas que por diversas razões, ainda não concretizaram nenhum investimento.

3.1.2 Motivações

O investimento anjo é predominantemente motivado por razões financeiras. Todavia, em adição a essas, existem outros motivos não financeiros que pesam tanto na hora em que um indivíduo decide entrar neste mercado como no momento em que o negócio é em si concretizado.

“Eles investem por mais do que apenas retorno financeiro, embora esse seja sem dúvida um fator importante. Exemplos de outras motivações incluem: a excitação de estar envolvido no crescimento de uma nova empresa, a criação de empregos, a renovação urbana e o prazer de assistir a novos empreendedores.” (Freear *et al.*, 2002).

Em pesquisa realizada no Reino Unido, essa preferência econômica ficou evidenciada, com 72% dos respondentes julgando muito importantes as elevadas taxas de retorno que podem ocorrer neste tipo de investimento, e 41% julgando importantes também a renda propiciada por dividendos. Dentre as razões não econômicas, a que possui maior destaque é a satisfação pessoal por estar envolvido em uma atividade empreendedora. Os dados dessa pesquisa podem ser observados na Tabela 2 (Mason & Harrison, 2002).

Tabela 2 – Motivos que levam o anjo a investir. Pesquisa realizada no Reino Unido (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.275).

	Porcentagem de respondentes		
	Muito Importante	Pouco importante	Sem importância
Dar suporte a novas gerações de empreendedores	9	36	55
Satisfação pessoal por estar envolvido com atividades empreendedoras	53	36	11
Potencialidade de altos retornos sobre o capital investido	72	24	4
Ajudar um amigo a tocar um negócio	3	10	87
Para renda atual e futura. Ex.: dividendos	41	32	27
Suporte a produtos que geram benefícios sociais	5	10	85
Uma forma de diversão	14	46	40
Reconhecimento na comunidade	1	3	96
Por privilégios e benefícios não financeiros	1	8	91
Para fazer uso de possíveis benefícios tarifários	19	41	41

Outra pesquisa com resultado semelhante foi conduzida na Dinamarca, nessa, 31%, 46% e 57% dos respondentes classificaram como muito importante respectivamente o retorno financeiro, a satisfação pessoal por estar envolvido com empresas empreendedoras e a diversão advinda desta relação. Os dados desta pesquisa encontram-se na Tabela 3 (Kjærsgaard *et al.*, 2002).

Tabela 3 – Motivos que levam o anjo a investir. Pesquisa realizada na Dinamarca (Fonte: “The Danish Investment Fund”, *apud* Kjærsgaard *et al.*, 2002).

	Muito Importante	Importante	Sem importância
Uma forma de diversão	57%	30%	13%
Satisfação pessoal por estar envolvido em uma atividade empreendedora	46%	40%	14%
Altas taxas de retorno sobre o capital investido	31%	51%	18%

As razões não econômicas que incentivam os anjos a realizar os investimentos são citadas por diversos autores. Linde & Prasad (2000) ressaltam o

desejo de retribuir; o envolvimento sem imersão na empresa; a diversão, paixão e comprometimento; os benefícios das redes; o mercado e tecnologia; o desafio intelectual, os benefícios sociais e a gestão do tempo. Esses se encontram descritos a seguir.

Desejo de retribuir: muitos anjos foram empreendedores no passado e simpatizam então com indivíduos que tenham esse perfil. Dessa maneira, os anjos apreciam retribuir seu sucesso ajudando novos empreendedores.

Envolvimento sem imersão na empresa: os anjos curtem a adrenalina e a volatilidade de empresas iniciantes, mas sem a carga de trabalho em tempo integral.

Diversão, paixão e comprometimento: muitos anjos já possuem uma estabilidade financeira que os dispensa de trabalhar para se sustentarem, investindo apenas por diversão.

Benefícios das redes: os anjos apreciam manter uma rede social com pessoas que possuam interesses similares enquanto investem nas empresas.

Mercado e tecnologia: os anjos gostam de se manterem atualizados com os últimos avanços tecnológicos e de mercado.

Desafio intelectual: manter-se ativo ajuda a preservar um bom estado mental e psicológico.

Benefícios sociais: os anjos apreciam os benefícios sociais que as empresas que ajudam a crescer trazem para a sociedade.

Gestão do tempo: os anjos não querem ser capitalistas profissionais e terem de se dedicar em tempo integral ao negócio. Gostam da flexibilidade e da independência que possuem enquanto investidores autônomos.

3.1.3 Envolvimento na empresa

Os anjos comumente participam do processo de crescimento da empresa. Alguns em maior escala do que outros; cada um de acordo com as suas aptidões. Esse envolvimento, pelo qual ocorre a transmissão do capital social inerente ao anjo, é um importante fator para o sucesso da empresa e conseqüentemente do investimento. A Figura 14, com dados da pesquisa realizada por Linde & Prasad (2000), mostra o número de dias por mês que os investidores anjos costumam dedicar a cada empresa em que investem.

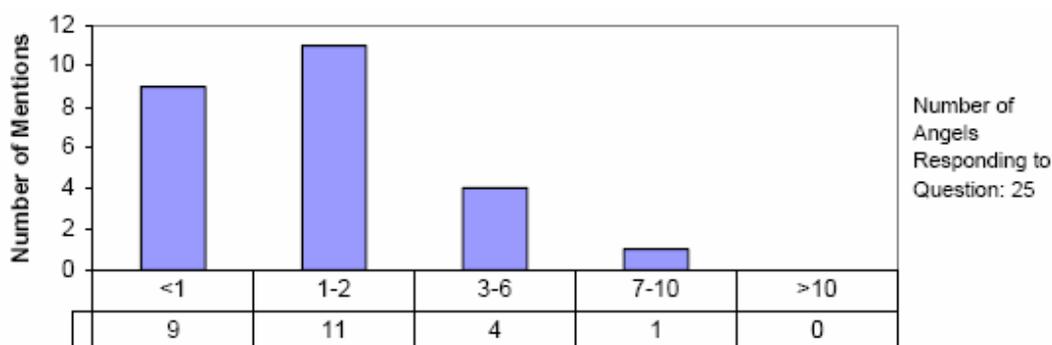


Figura 14 – Número de dias por mês dedicados pelos investidores anjos a cada empresa em que investem (Fonte: Linde & Prasad, 2000, p.45).

Para o anjo, esta participação na empresa é uma importante ferramenta de análise e controle do investimento. Uma participação no conselho da empresa e o direito de voto são expectativas e muitas vezes um critério de investimento. Osnabrugge (1999, *apud* Erikson & Sørheim, 2005) salienta esta participação do investidor como uma maneira de reduzir o risco do investimento não só pelo auxílio e experiência do investidor, mas também pelo maior controle que irá exercer sobre o empreendedor e sua equipe.

Em um estudo realizado no Canadá pela OED (Ottawa Economic Development) 54% dos investidores pesquisados mostraram preferência por estarem envolvidos no gerenciamento da empresa. Desses, 34% contavam com um lugar no quadro de diretores e 29% com um lugar no conselho da empresa.

“Os anjos esperam estar envolvidos ativamente nos negócios em que investem, como consultores informais ou membros do conselho” (Freear *et al.*, 2002).

Do outro lado, da perspectiva do empreendedor, ou da empresa, esse envolvimento deve ser apreciado, pois, como já citado, ajuda esta a alcançar o sucesso.

“Estudos indicam que a experiência passada pelo anjo é considerada pela maioria dos empreendedores tão importante quanto o capital financeiro que eles aportam.” (Sohl, 2003, p.8).

Os anjos contribuem gerencialmente, com conhecimento específico acerca da indústria ou da tecnologia e propiciando importantes contatos comerciais (Karaömerlioglu & Jacobsson, 2000). Os anjos podem muitas vezes ajudar a

empresa estratégica e operacionalmente. Frequentemente eles ajudam a elaborar os planos de negócios de forma a tornar a empresa mais atrativa para outras rodadas de investimento. A Figura 15, com dados da pesquisa realizada por Linde & Prasad (2000), ilustra, na visão dos próprios anjos, de quais formas eles mais contribuem para as empresas nas quais investiram.

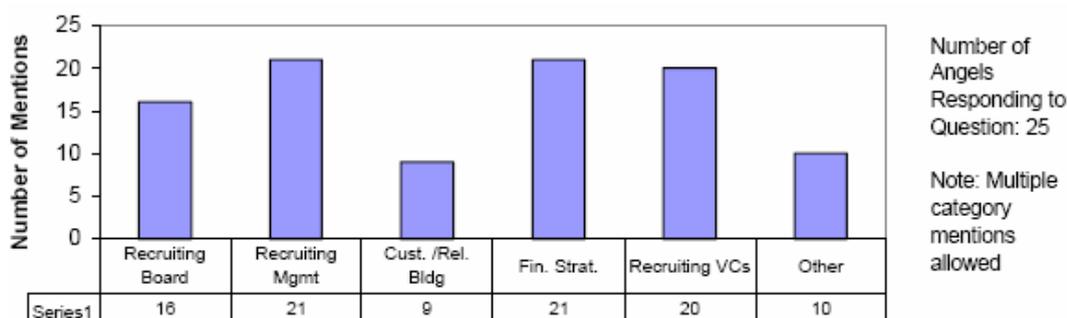


Figura 15 – Formas com que os anjos mais contribuem para a empresa após o investimento (Fonte: Linde & Prasad, 2000, p.43).

3.1.4 Preferências de investimento

Os investidores anjos operam com capital próprio e por esse motivo não estão presos ao comprometimento de justificar os resultados a terceiros. São inteiramente autônomos quanto à decisão de investir ou não em uma determinada empresa. São heterogêneos, é verdade, mas possuem algumas preferências de investimentos quase unânimes, ou ao menos comuns a grandes grupos de anjos.

A seguir, são vistas algumas destas preferências. Primeiramente será abordada a questão da fonte de oportunidades, depois são abordadas as questões referentes ao estágio da empresa em que ocorrem os investimentos, seguidas das indústrias que mais atraem esses investidores, da questão do co-investimento e da barreira geográfica ao investimento.

A fonte de oportunidade para investir é uma das questões mais importantes para um anjo. É necessário ter acesso a empresas de qualidade técnica, gerencial e com boa oportunidade de crescimento.

Os anjos obtêm seus negócios tradicionalmente pelas suas redes de relacionamento, principalmente por meio de outros anjos e contatos comerciais. Eles apreciam uma prévia indicação do empreendedor por pessoas de confiança

(Gullander & Napier, 2003). Isso deve-se ao peso que eles atribuem à equipe que irá gerenciar a empresa.

“É melhor um time A com uma idéia B do que o inverso.”
(Soul, 2003, p.13).

“Os anjos pesam suas apostas nos jôqueis e não tanto nos cavalos.”
(Mason & Harrison, 2002).

Em relação às etapas de investimento, esses investidores mostram uma preferência por investir nas etapas iniciais das empresas, especialmente nas de capital semente e *start-ups*. Praticamente todas as pesquisas realizadas com anjos mostram esta preferência. Alguns grupos de anjos, porém, têm participado em etapas posteriores de investimento, especialmente nas empresas pertencentes a suas carteiras.

Em pesquisa realizada no Canadá pela OED, 48% dos pesquisados haviam investido na fase de capital semente e 72% em empresas *start-ups* (Liu, 2000).

“Tendo normalmente fundado empresas eles próprios, os anjos preferem focar nas fases de *start-up* e semente ao invés das etapas mais avançadas. Contudo, alguns anjos com maior capital também participam de etapas mais avançadas em conjunto com outros anjos ou capitalistas de risco profissionais.” (Prowse, 1998, p.788).

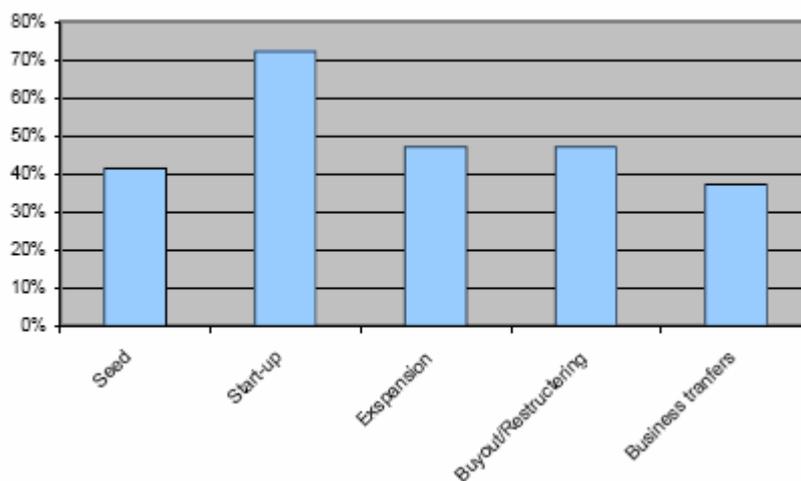


Figura 16 – Preferência dos investidores por investir em cada fase do processo de crescimento das empresas (Fonte: Kjærgaard *et al.*, 2002, p.5).

A Figura 16, com dados da pesquisa realizada na Dinamarca por Kjærgaard *et al.* (2002), mostra a preferência dos investidores anjos pelas etapas iniciais do ciclo de crescimento das empresas. No Reino Unido, uma outra pesquisa realizada por Mason & Harrison (2002) também mostrou esta preferência. Os dados dessa encontram-se na Tabela 4.

Tabela 4 – Interesse dos investidores por investir em cada uma das etapas de crescimento das empresas (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.280).

<i>Stage</i>	<i>Percentage of respondents</i>				
	<i>No interest</i>		<i>Moderate interest</i>		<i>Very strong interest</i>
Seed (pre-start-up) financing	26	30	30	9	6
Start-up financing	7	29	29	17	19
Early stage expansion financing	1	7	21	36	34
Expansion financing for established firms	7	16	11	30	36
Rescue financing	41	19	16	13	12
Management buy-outs	21	11	22	24	22
Management buy-ins	20	10	24	24	22

No que diz respeito à preferência por uma ou outra indústria, existem diferentes estudos com diferentes resultados. Esta divergência parece estar relacionada com as características locais de cada mercado. Para Mason & Harrison (2002), alguns anjos são generalistas e apostam na diversificação como fonte de redução ao risco, outros procuram focar na indústria com a qual possuem maior afinidade e conhecimento.

Em pesquisa conduzida por esses pesquisadores no Reino Unido, 6 em cada 10 investidores alegaram que suas limitações para investir em indústrias diferentes devia-se à falta de conhecimento técnico e mercadológico sobre elas. Cerca de 80% das propostas recebidas eram rejeitadas por esta razão (Mason & Harrison, 2002).

Desta forma, enquanto alguns anjos mostram elevado interesse em empresas manufatureiras ou que atuem na área de engenharia, outros não são por essas atraídos por elas. Alguns anjos dão preferências a empresas de base tecnológica, outros são adversos a essas (Mason & Harrison, 2002).

No estudo do Reino Unido supra citado, 4 em cada 10 investidores mostraram interesse por empresas ligadas a Internet, tecnologia da informação e

telecomunicações. A mesma pesquisa não mostrou um interesse expressivo por biotecnologia e multimídia (Mason & Harrison, 2002). Ver a Tabela 5.

Tabela 5 – Interesse por indústria segundo investidores anjos do Reino Unido (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.280).

Sector	Percentage of respondents				
	No interest	Moderate interest	Moderate interest	Very strong interest	
Internet/e-commerce	20	14	20	19	27
IT (information technology)	19	10	24	18	29
Biotechnology	32	20	23	11	14
Telecommunications	16	11	31	20	22
Multi-media	26	13	33	11	17

Na Dinamarca, Kjærgaard *et al.* (2002) também obtiveram resultados que mostram que os investidores desse país não possuem uma preferência expressiva por uma determinada indústria. Os dois setores que obtiveram maior popularidade entre os anjos foram o de *software* e o setor industrial. As diferenças para os demais, contudo, não são significativas. Os dados desta pesquisa estão expostos na Figura 17.

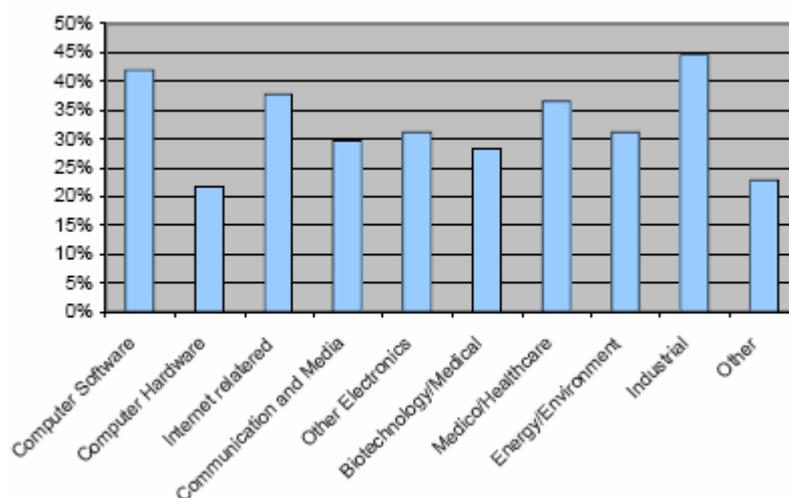


Figura 17 – Interesse por indústria segundo investidores da Dinamarca (Kjærgaard *et al.*, 2002, p.4).

No Canadá, porém, os investidores anjos mostraram uma forte preferência pelas indústrias de *software*, hardware e telecomunicações. Nesse país, uma pesquisa realizada pela OED mostrou que entre 1993 e 1997, os investimentos anjos aconteceram 73% deles nestas indústrias (Liu, 2000).

No geral, contudo, há uma tendência para os setores de base tecnológica (Freear *et al.*, 2002) e, independentemente da indústria, para empresas que tenham foco em mercados grandes e em crescimento. Aquelas que buscam atender a nichos isolados não são atrativas para esses investidores (Bhidé, 2005). Empresas com propriedade intelectual registrada, líderes tecnológicas, pioneiras em seu mercado e com clientes chaves já conquistados são também muito valorizadas.

As empresas devem apresentar um potencial de crescimento grande e acelerado, pois os investidores buscam principalmente um retorno final sobre capital investido, conforme evidenciado na Tabela 2, localizada na página 60 deste trabalho. Dividendos são importantes, mas não tanto. Não só a grandeza, mas também a velocidade de crescimento da empresa é importante. É fundamental ainda que haja perspectiva de venda para empresa

Outra preferência quase que unânime entre os investidores é o desejo por investir em conjunto com outros anjos, ou o que se chama de co-investimento. Desta forma, os investidores também baixam o risco dos empreendimentos de duas formas: diminuindo o capital investido por negócio e aumentando o capital social agregado a cada negócio.

Esta preferência é evidenciada em diversas pesquisas. No Canadá, uma pesquisa mostrou que 90% dos investidores preferem investir junto com outros anjos e apenas 7% preferem investir em sozinhos (Liu, 2000). Na Dinamarca, em 2001, 66% dos anjos que participaram de investimentos o fizeram em conjunto com um ou mais anjos, o que é mais do que na Inglaterra, mas menos do que nos EUA. Nesse país, apenas 8% dos investidores preferem investir em sozinhos (Kjærgaard *et al.*, 2002).

No que diz respeito à geografia, os anjos também possuem uma explícita preferência por empresas localizadas próximo a eles. Isso facilita a transmissão do capital social. Esta preferência é ainda mais evidente nos anjos ativos, ou seja, aqueles que se envolvem com maior intensidade no dia-a-dia da empresa. Na Dinamarca, uma pesquisa mostrou que 70% dos anjos preferiam investimentos localizados até 100 quilômetros de suas residências (Kjærgaard *et al.*, 2002).

3.2 O processo de investimento

Para facilitar sua análise, o processo de investimento dos anjos pode ser subdividido em cinco etapas: busca, avaliação, negociação, pós-investimento e saída do investidor. É importante ressaltar, contudo, que um mesmo investidor poder estar, ao mesmo tempo, em duas ou mais das etapas acima. Por exemplo: ele pode estar negociando o investimento para uma empresa X, avaliando a oportunidade da empresa Y e procurando ainda por mais empresas.

A busca começa quando o investidor anjo decide que está disposto a investir parte de seus recursos em empresas na forma de participação societária e a ajudá-la no caminho do sucesso. Neste processo, o investidor anjo ampara-se fortemente em sua rede de conhecimentos. Uma recomendação de uma pessoa de confiança é um ótimo atrativo ao investimento.

Suas principais fontes de negócios são outros anjos, contatos comerciais e amigos. As redes, ou grupos de anjos, também são tidas como importantes fontes de negócios, porém possuem limitações uma vez que esses investidores valorizam muito um prévio conhecimento do empreendedor, seja direto, seja por alguém de confiança. O Quadro 4 mostra a importância dessas e de outras fontes de oportunidades segundo anjos do Reino Unido.

Fonte	Porcentagem de respondentes
NBAN	66
Contatos comerciais	50
Outras redes de anjos	42
Amigos	40
Media: revistas, jornais, etc.	38
Busca pessoal	37
Contadores	32
Contato do empreendedor buscando financiamento	22
Fundos de capital de risco	18
Advogados	16
Bancos	14
Familiares	12
Corretores	12
Outras fontes	5

Quadro 4 – Importância das fontes de investimentos segundo os investidores anjos do Reino Unido (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.282).

A busca termina quando o investidor encontra uma empresa na qual acredita poder efetuar o investimento. Para esta empresa então, começa a etapa de avaliação da oportunidade de investimento, conhecida comumente pelo termo em

inglês *due diligence*. Nesta etapa o investidor irá buscar informações para calibrar as expectativas que o empreendedor assumiu em sua proposta, bem como buscar outros dados que possam melhor traduzir as perspectivas de mercado para a empresa analisada, melhorar o entendimento a respeito da tecnologia em questão e revelar as competências e deficiências do empreendedor e sua equipe.

A etapa de negociação é quando o investidor, baseado nas informações obtidas durante a avaliação, irá negociar com os empreendedores os termos nos quais o negócio será concretizado. Nesta etapa é que devem ser negociados os valores a serem investidos, a participação do investidor na empresa, estratégias de saída, entre outros detalhes mais. É importante também conscientizar o empreendedor de que a venda futura da empresa será uma realidade, e que nessa, ele pode não permanecer na empresa. Também durante essa etapa pode seguir em paralelo ainda um resquício da fase de avaliação para obtenção ou validação de informações complementares.

Nestas duas últimas etapas citadas, os investidores mais experientes aproximam-se bastante dos moldes utilizados no setor formal do mercado de capital de risco. Eles possuem critérios e metodologias para proceder a *due diligence* e modelos contratuais bastante rígidos.

A etapa de pós-investimento inicia, conforme o próprio nome já diz, com a formalização do investimento, ou seja, com a assinatura do contrato e o aporte de capital à empresa. É nesse momento que o investidor e o empreendedor, juntos, deverão buscar ao máximo o crescimento acelerado, mas sustentável da empresa. Além do capital financeiro, o investidor deve prover a empresa com seu capital social, indicando contatos, caminhos a seguir, ajudando a identificar mercados, entre outros conselhos advindos da sua experiência.

A saída constitui o momento em que o investidor irá começar a retirar-se da empresa e recuperar o investimento propriamente dito. Pode ocorrer por uma venda para um fundo de capital de risco, para uma outra empresa, pelo lançamento de ações na bolsa, dentre outros. Muitas vezes esta etapa não é instantânea, como se pode imaginar. Comumente os investidores retiram-se do negócio aos poucos. Eles podem, por exemplo, vender parte de suas ações no momento da entrada do fundo de capital de risco, outra parte quando do lançamento da empresa na bolsa de valores e ainda um restante um período após.

3.3 A taxa de retorno dos investimentos

A taxa de retorno varia de país para país, com o estágio em que o investimento é concretizado e também de acordo com a indústria da empresa investida. Contudo, é bastante elevada quando comparada com opções de investimento tradicionais. No Canadá, em pesquisa realizada por Liu (2000), os investidores mostraram uma expectativa de um retorno após os impostos de 40% ao ano.

É importante frisar, porém, que a taxa acima citada é uma média considerando uma carteira de investimento com diversas empresas, até mesmo em momentos diferentes. Individualmente, a maioria das empresas envolve perda parcial e até mesmo total do capital investido. O bom anjo, porém, consegue selecionar empresas que irão compensar as perdas das demais e prover um resultado geral positivo.

Um estudo da EBAN (European Business Angel Network), ilustrado na Figura 18, mostra a taxa de retorno dos investimentos anjo na Europa.

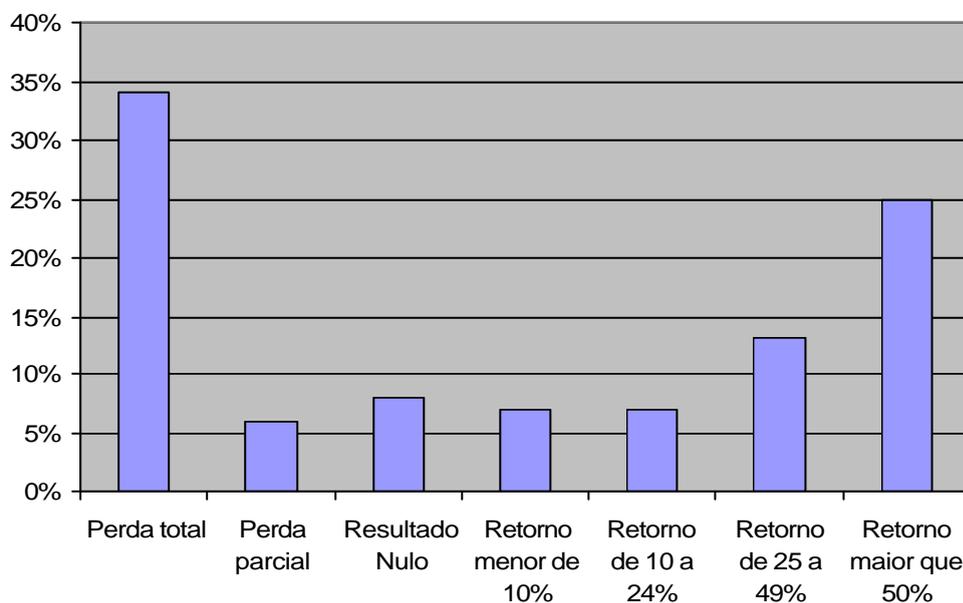


Figura 18 – Dados de retorno sobre investimento (Fonte: EBAN, 2003, p.6).

3.4 Os Grupos de Anjos

Os grupos de anjos são bem mais recentes que seus constituintes e surgiram como uma tentativa de solução a diversos problemas que, enquanto investidores individuais, os anjos enfrentavam.

As BANs, conforme esses 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 por grupo. Nos Estados Unidos, o número de BANs triplicou entre 1998 e 2002 (May & O'Halloran, 2003). Em 2003, nesse país, o número de participantes neste tipo de associação crescia a uma taxa anual de 12% a 14% (Sohl, 2003). Na Europa, o número de BANs cresceu de 66 em 1998 para 276 em 2004, um aumento de 418% (EBAN, 2003). Veja Figura 19.

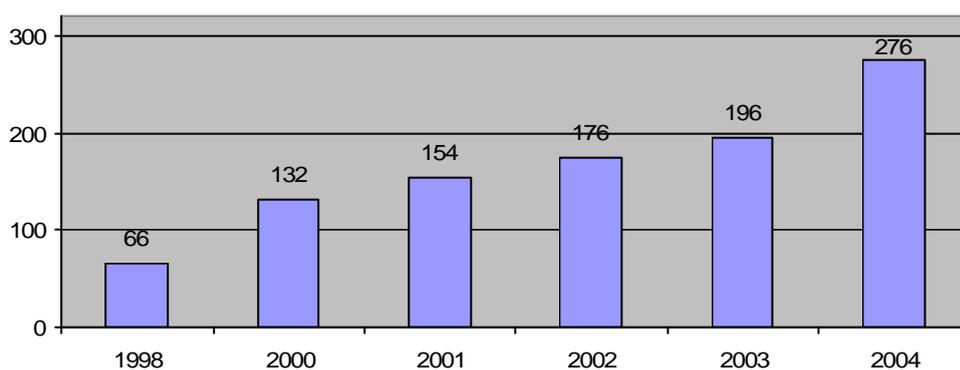


Figura 19 – Crescimento das BANs na Europa (Fonte: EBAN, 2003, p.21).

Normalmente sem fins lucrativos, as BANs promovem encontros entre os investidores e empresas que estão em busca por financiamento. Possuem estruturas organizacionais bastante variadas e podem prover ainda outras vantagens a seus associados.

Para os anjos, as BANs podem ajudá-los no processo de aprendizado e qualificação, na organização dos investimentos, como fonte de informações e oportunidades, como facilitador de contatos para co-investimentos ou ainda como co-investidores propriamente dito por meio dos fundos de capital, quando presentes.

Enquanto fonte de oportunidades, a eficácia das redes é questionada por alguns autores. A importância dada pelos investidores aos empreendedores e suas

equipes limita a atuação dessas nesse sentido. Mason & Harrison (2002) identificaram que para um grupo significativo de investidores do Reino Unido, a participação em um ou mais grupos de anjos teve pouca ou nenhuma influência no número de propostas recebidas por esses.

Todavia, no mesmo trabalho, esses autores obtiveram que para os investidores da NBAN (National Business Angel Network), um grupo de anjos do Reino Unido, essa representa a principal fonte de oportunidades, e outros grupos de anjos encontram-se na terceira posição (Mason & Harrison, 2002).

Esse fato não é surpreendente dado que os respondentes eram todos associados de uma ou mais grupos de anjos, os próprios autores assim colocam, porém, dado o imponente crescimento do número de BANs e associados a essas, conforme acima ilustrado, elas devem, sim, ser consideradas como uma importante fonte de oportunidades para esses investidores.

As BANs aumentam ainda as redes de relacionamento dos investidores anjos. Desta forma, facilitam a identificação de co-investidores, o que diminui o risco dos investimentos uma vez que o montante que cada um irá aportar é menor, e propiciam o aporte de capital nas rodadas seguintes de investimento à medida que as empresas crescem.

Os co-investimentos permitem ainda que os anjos realizem investimentos em área que não sejam tão familiarizados. O fato de estarem ao lado de um outro investidor que possui o conhecimento específico necessário os deixa mais confortáveis para relaxarem esse critério de seleção (Gullander & Napier, 2003).

Outro importante parceiro dos anjos são os fundos de investimento presentes em algumas BANs. Esses são formados normalmente com o capital dos próprios anjos associados, algumas vezes de familiares e amigos, e participam conjuntamente em alguns investimentos realizados pelo grupo. Desta forma, os anjos diversificam seus *portifólios*, bem como diminuem o capital investido individualmente e aumentam a capacidade de investimento podendo assim atuar em rodadas subseqüentes do crescimento da empresa.

Essa maior capacidade de investimento gerada tanto pelos co-investimentos quanto pelos fundos de investimentos torna os grupos de anjos uma importante fonte de financiamento, que ajuda a suprir a falta de capital, ou *gaps*, existentes pelo aumento dos investimentos do setor formal de capital de risco.

O risco diminui ainda devido ao aumento do capital social dos anjos uma vez membros das BANs. Essas propiciam uma maior rede de relacionamentos e conseqüentemente facilitam e baixam os custos da obtenção e da valoração de informações.

Com informações mais rápidas e precisas, os anjos perdem menos tempo na avaliação das oportunidades de investimento e podem também melhor contribuir no apoio às empresas de seu *portifólio*.

Todavia, esse modelo de BAN, no qual apenas a facilitação de contatos é propiciada não gera um ganho tão expressivo aos investidores e ao mercado em si. Mason & Harrison (2002) reconhecem o sucesso das BANs, mas argumentam contudo que no modelo convencional essas não propiciam a entrada dos investidores potenciais no mercado, nem mesmo convencem aos donos de empresas “estilo de vida” a buscarem capital externo para expandirem seus negócios.

<ul style="list-style-type: none"> • Para os empreendedores ✓ Identificação de investidores potenciais ✓ Preparação para o contato com o investidor ✓ Aconselhamento financeiro ✓ Visibilidade ✓ Assistência para marcar o encontro ✓ Informações adicionais sobre financiamento ✓ Preparação para receber o financiamento 	<ul style="list-style-type: none"> • Para os investidores anjos ✓ Treinamento dos investidores anjos ✓ Organização de fóruns de investimento ✓ Boletins informativos, revistas, jornais, etc. ✓ Banco de dados com oportunidades potenciais de investimento ✓ Apresentação de pessoas de interesse dos anjos ✓ Acesso ao mercado de negócios da região ✓ Possibilidade de co-investimentos com outros anjos ✓ Contato com outras redes de anjos
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Quadro 5 – Ferramentas que as BANs podem oferecer aos investidores anjos e aos empreendedores (Fonte: EBAN, 2003, p.17).

Os grupos de anjos, para conseguirem atingir objetivos maiores, devem aumentar seu leque de serviços e também assumir um papel educativo, não apenas em relação aos investidores, mas também ao mercado. A provisão de um serviço que auxilie na avaliação das oportunidades, também com apoio técnico tecnológico, um apoio com advogados, contadores e outros profissionais que possam trazer mais eficiência ao processo bem como campanhas que possam

ajustar as perspectivas dos empreendedores à realidade da indústria de capital de risco são apenas alguns exemplos de como as BANs podem melhorar seus serviços (Mason & Harrison, 2002). Uma lista mais completa das ferramentas que as BANs podem oferecer pode ser vista no Quadro 5.

A propensão dos investidores potenciais em se tornarem ativos aumenta na medida em que esses são auxiliados no processo de investimento com o qual não estão familiarizados. Esses mostram um interesse por auxílio principalmente no que diz respeito aos aspectos técnicos inerentes ao investimento anjo: o monitoramento da performance dos investimentos, a definição do valor a ser pago pelos negócios a investir e sua estruturação. Esse auxílio pode ocorrer por meio de serviços prestados diretamente pelas BANs ou ainda pela presença de um co-investidor mais experiente (Freear *et al.*, 1994).

Por todos os motivos até aqui expostos, os grupos de anjos são uma importante ferramenta de incentivo à atividade anjo. Diversos governos, e também grupos privados, têm utilizado as BANs como forma de promover a atividade empreendedora e o crescimento econômico.

3.4.1 Como os grupos operam

Não existe padrão na forma de atuação dos grupos de anjos, porém, muitas práticas são comuns à maioria dos grupos. As propostas são normalmente apresentadas em reuniões sociais, comumente jantares, as empresas são normalmente representadas por um anjo chamado de líder, ou patrocinador, e após esse encontro os interessados prosseguem para a fase de avaliação e, quando o caso, realizam o investimento.

A seguir, em paralelo com a descrição do processo de avaliação, será exemplificado em particular a *Band of Angels*, o grupo mais antigo de anjos ainda em operação nos Estados Unidos (Severiens, 2003).

Nesses encontros, um número pequeno de empresas, cada uma com o seu respectivo patrocinador, apresentam-se por aproximadamente 20 minutos cada uma. É reservado também um tempo para uma breve seção de perguntas e respostas. No caso da *Band of Angels*, por acharem desnecessário e exaustivo que todos os anjos assistam a todo o processo de apresentação, após os jantares, nos quais as firmas fazem apenas uma breve introdução de suas idéias, são

organizados lanches individuais para cada empresa nos quais os investidores interessados podem retirar dúvidas e entender melhor o negócio (Severiens, 2003).

Pode ser curioso que esses encontros normalmente ocorram ao redor de comida, mas há uma explicação para tal. Desta forma, além de servirem para as empresas se apresentarem, estas reuniões são também um encontro social do grupo, nas quais esses se conhecem melhor, trocam experiências, adquirem coesão e confiança. Além disso, como muitos associados possuem alguma atividade diária, o horário do jantar é mais conveniente (Severiens, 2003).

Antes desses encontros, os associados recebem ainda informativos com a descrição das empresas a se apresentarem e suas respectivas condições e contatos, bem como notícias sobre o andamento dos investimentos que o grupo tenha realizado (Severiens, 2003).

Despertado o interesse de investidores, o processo caminha para a fase de avaliação da oportunidade. A *due diligence* é normalmente liderada pelo anjo patrocinador e auxiliada pelos demais investidores interessados. Os demais anjos do grupo também podem contribuir como fonte de informações aos colegas.

A negociação também se dá de forma semelhante à avaliação da oportunidade. O anjo patrocinador trata os termos diretamente com os empreendedores e também com os outros investidores interessados. As informações prestadas pelos demais investidores também pode ajudar. No caso da *Band of Angels*, assim como na maioria dos grupos, os contratos e direitos acionários são tratados com os nomes individuais de cada anjo (Severiens, 2003).

Financeiramente, os grupos mantêm-se na maioria das vezes de anuidades cobradas dos associados. Estas taxas podem incluir os encontros ou esses podem ainda ser cobrados em separado de acordo com a frequência de cada um. Existem ainda grupos que praticam a cobrança de valores das empresas que apresentam suas propostas ou até mesmo daquelas que submetem os planos para serem analisados. Vale lembrar que esses grupos são na maioria sem fins lucrativos e que esses valores são destinados apenas à manutenção das despesas administrativas existentes: normalmente o aluguel do local e uma pequena equipe, que muitas vezes trabalha em tempo parcial.

No caso da *Band of Angels*, a equipe se resume a um administrador em tempo parcial, há ainda o aluguel de uma sala e as despesas dos jantares são pagos

em separado pelos anjos freqüentadores e seus respectivos convidados. Os lanches estão inclusos na anuidade, que é de U\$1.200 por investidor. Nada é cobrado das empresas que se apresentam (Severiens, 2003).

3.4.2 Os grupos nacionais

Devido ao caráter local do investimento anjo, os grupos de anjos também costumam ser restritos geograficamente. Todavia, existe já há alguns anos um grupo nos EUA que atua a nível nacional: o *Investors' Circle*.

Esse grupo possui membros espalhados pelos Estados Unidos, com grupos em Boston, Nova Iorque e São Francisco. Eles possuem diferentes graus de sofisticação financeira e orientação para os negócios, o que torna ainda mais difícil a administração do grupo (Tasch, 2003).

Atualmente, o grupo já originou um fundo de investimentos e uma fundação, e possui, além de histórias de sucesso, uma boa perspectiva para o futuro.

O grupo promove ao menos um encontro nacional de seus membros. São normalmente dois dias, preferencialmente em Boston, onde também ocorre uma feira sobre capital de risco. Promove também em Boston lanches trimestrais. Além disso, participa em colaboração com outros grupos apoiando e publicando eventos relativos ao tema em questão.

Esse grupo mostra que, mesmo com a forte restrição geográfica ao investimento anjo, BANs a nível nacionais, embora não tão efetivas como fonte de oportunidades de investimento, podem sim desempenhar um importante papel para a economia. Essas propiciam ao menos uma maior publicidade e ajudam a propagar a cultura do capital de risco, bem como a difundir entre os grupos regionais as melhores técnicas para esse tipo de investimento.

3.5 Os Investidores Anjos no Brasil

O mercado informal de capital de risco no Brasil, conforme visto anteriormente é bastante recente. O volume de investimentos ainda é pequeno, mas alguns progressos têm sido notados.

Em pesquisa realizada pouco antes de 2001 junto a empresas graduadas⁶ em incubadoras, quando a respeito das dificuldades de financiamento encontradas por essas, foi observada uma escassez de capital de risco no país. (Valor-Especial Incubadoras, Quarta-feira, 31 de outubro de 2001, *apud* Botelho *et al.*, 2002). Curiosamente, mesmo sendo os anjos reconhecidos internacionalmente como principais financiadores de empresas iniciantes, esses não foram sequer citados (Botelho *et al.*, 2002).

Uma possível razão para essa omissão talvez seja o estágio ainda mais pueril do setor informal desta indústria e a dominância dos grandes fundos privados de investimento. Essa tendência de investimento em estágios avançados do ciclo empresarial é fruto de um risco ainda mais elevado das empresas iniciantes nesse país (Botelho *et al.*, 2002).

Academicamente, o NEP (Núcleo de Estudos e Pesquisas) da PUC-Rio tem tido não apenas uma grande contribuição para um maior conhecimento destes investidores no âmbito nacional, como também tem fomentado o desenvolvimento desta atividade com suas pesquisas e da promoção de eventos relacionados ao tema. Todavia, a literatura ainda é bastante escassa.

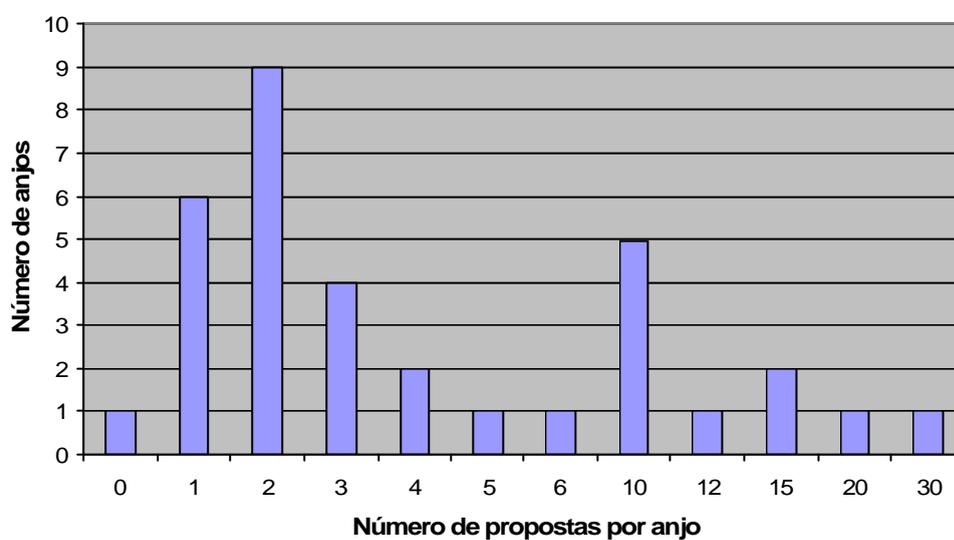
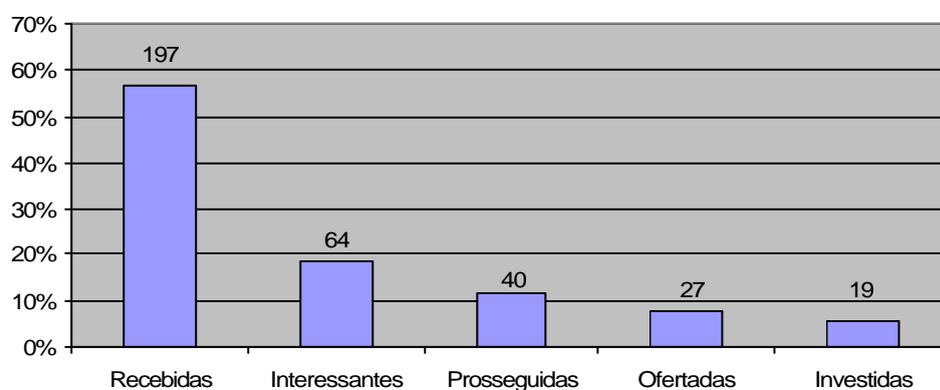
A tipologia do anjo brasileiro é de um indivíduo do sexo masculino, com idade entre 22 e 62 anos, média de 43 anos e com um elevado grau de escolaridade. Na amostra estudada 43% destes investidores possuíam a graduação e 46% possuíam cursos de pós-graduação, mas apenas 3% possuíam doutorado (Botelho *et al.*, 2002).

No Brasil, as propostas de investimento para os anjos se originam principalmente pelo contato direto dos próprios empreendedores, seguido de referências profissionais, empresas relacionadas, referências pessoais e serviços de apresentação. No que diz respeito ao número de propostas recebidas, foram 197 nos 12 meses que antecederam a pesquisa. Dessas, 64 despertaram o interesse, e apenas 19 resultaram em investimentos (Botelho *et al.*, 2002). A Tabela 6, a Figura 20 e a Figura 21 ilustram respectivamente as principais fontes de oportunidades, a distribuição de propostas recebidas por cada anjo e o número de propostas que seguem no processo de negociação.

⁶ Empresas graduadas são aquelas que já passaram pelo processo de incubação, permanecendo ou não no mercado após esse período (Botelho; Hochman; Pimenta-Bueno, 2002).

Tabela 6 – Fontes de propostas de investimento (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.25).

	Número de propostas	Percentual das propostas
Empreendedores	93	35%
Referências profissionais (colegas, sócios, assessores, outros investidores, etc.)	74	28%
Empresas relacionadas (bancos, clientes, fornecedores, fundos de investimentos)	47	18%
Referências pessoais (amigos, familiares, etc.)	27	10%
Serviços de apresentação de propostas e negócios	23	9%

Figura 20 – Distribuição de propostas recebidas por anjo (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.23).Figura 21 – Número de propostas que seguem no processo de negociação (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.24).

Os anjos possuem também, na sua maioria, um passado empreendedor. Na pesquisa anterior apenas oito deles não criaram nenhuma empresa. Foram no total 104 empresas, das quais 66 chegaram a ter um volume anual de vendas superior a R\$ 1 milhão. Esses números representam uma média de três negócios por investidor ou, se tomarmos apenas os anjos empreendedores, ou seja, aqueles que iniciaram ao menos uma empresa, uma média quase quatro negócios por investidor (Botelho *et al.*, 2002).

Enquanto investidores, nos 12 meses que antecederam a pesquisa, realizaram 61 investimentos em empresas iniciantes, e outros 76 nos anos anteriores. A Figura 22 e a Figura 23 ilustram a distribuição do número de empresas que cada anjo investiu. As figuras também mostram que a maioria dos anjos realizou um investimento no último ano e de um a dois nos anos anteriores (Botelho *et al.*, 2002).

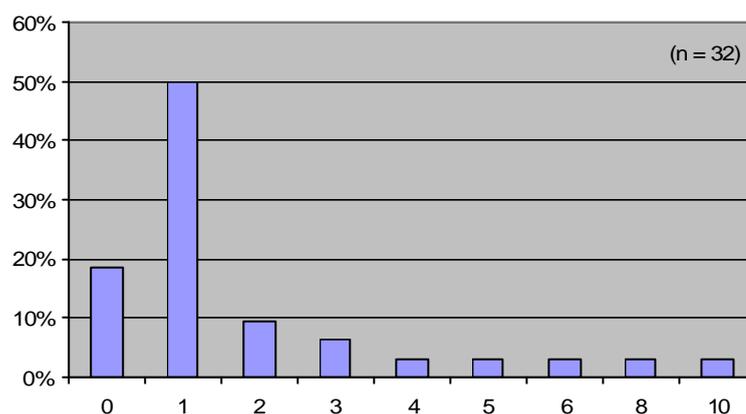


Figura 22 – Número de empresas que cada anjo investiu nos 12 meses antecedentes à pesquisa (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.16).

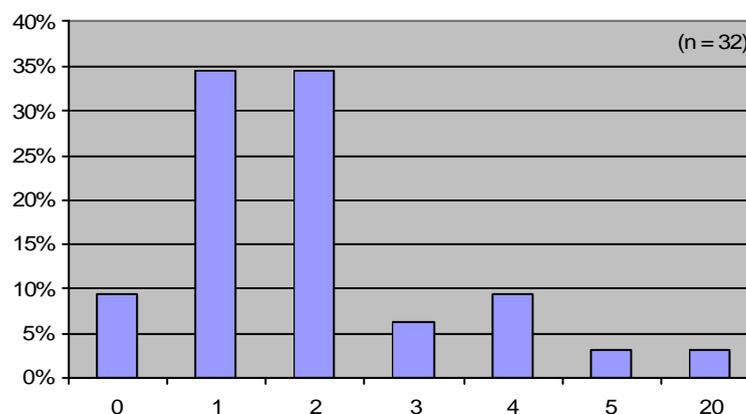


Figura 23 – Número de empresas que cada anjo investiu antes dos 12 meses antecedentes à pesquisa (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.17).

O histórico de investimento também mostra uma predileção evidente por empresas ligadas com a informática, seguidas de empresas na área de automação e varejo (Botelho *et al.*, 2002). O Quadro 6 ilustra o histórico desta pesquisa no que se refere ao ponto em questão.

Tecnologia da informação, informática, Internet, infra-estrutura, middleware, consultoria e desenvolvimento, <i>software</i> e e-business	65%
Automação, instrumentação e controle, engenharia, tecnologia industrial e eletroeletrônica	11%
Varejo e serviços	9%
Publicidade, design gráfico e gestão de conteúdo áudio visual	7%
Agrícola	2%
Petróleo e gás	2%
Biotecnologia	2%
Fotonica	2%

Quadro 6 – Preferência de investimento por setor industrial (Fonte: Botelho et al., 2002, p.18).

Existe ainda um maior número de investimento nas etapas iniciais do ciclo de crescimento das empresas: fase de empresas semente e *start-up*, conforme mostra a Figura 24. Dentre esses, 79% dão preferência às *start-ups*, 62% às empresas sementes e apenas 28% preferem atuar na etapa de pesquisa e desenvolvimento (Botelho *et al.*, 2002).

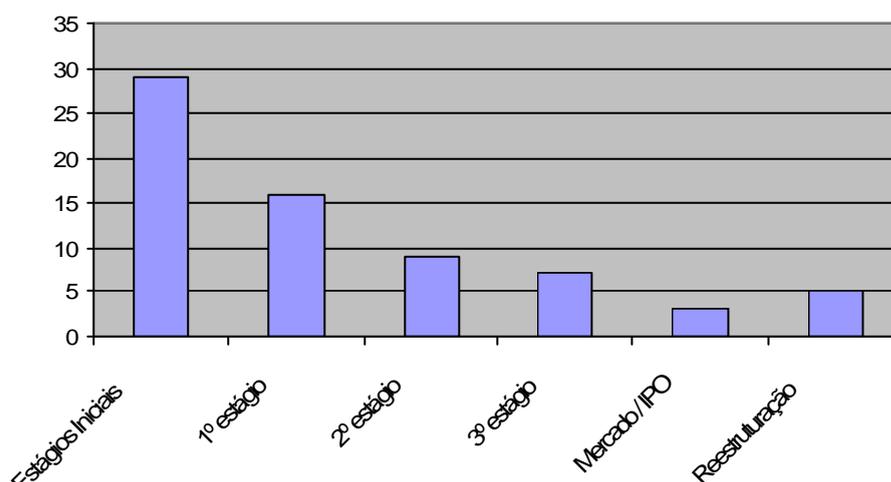


Figura 24 – Preferência por estágio do ciclo de crescimento das empresas (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.20).

Tem-se ainda que mais da metade, 56% dos investidores participaram em mais de uma rodada de financiamento ao longo do crescimento das empresas. Os

montantes investidos variam predominantemente entre U\$ 10.000 e U\$ 50.000. Já ocorreram, contudo, investimentos bastante superiores, com quantias superiores a cinco milhões de dólares. A Figura 25 ilustra os valores disponíveis para investimento em empresas iniciantes e os valores já investidos em empresas iniciantes. É importante lembrar, porém, que esses valores representam um histórico de investimentos e não necessariamente um investimento em uma única empresa. Quando se trata de investimento por empresa, a maioria dos investidores prefere aportar quantias não superiores a R\$100.000, em troca de uma participação na empresa entre 12% e 33%. Veja a Figura 26.

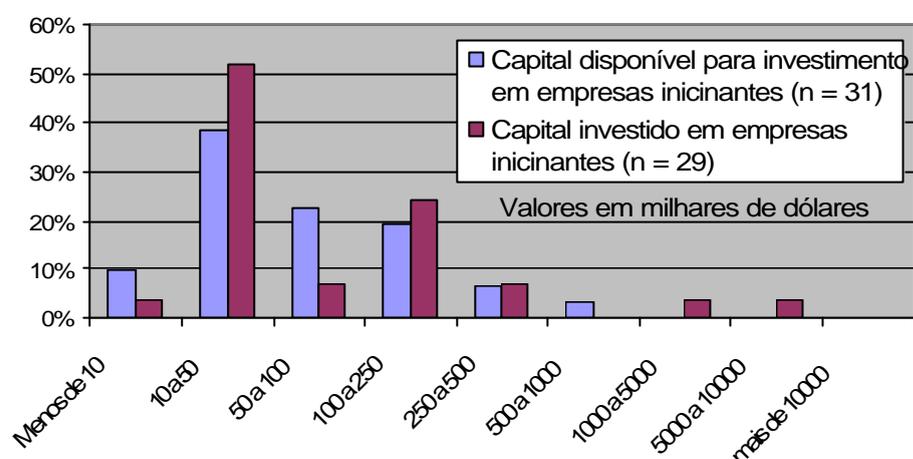


Figura 25 – Capital disponível e investido em empresas iniciantes (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.21).

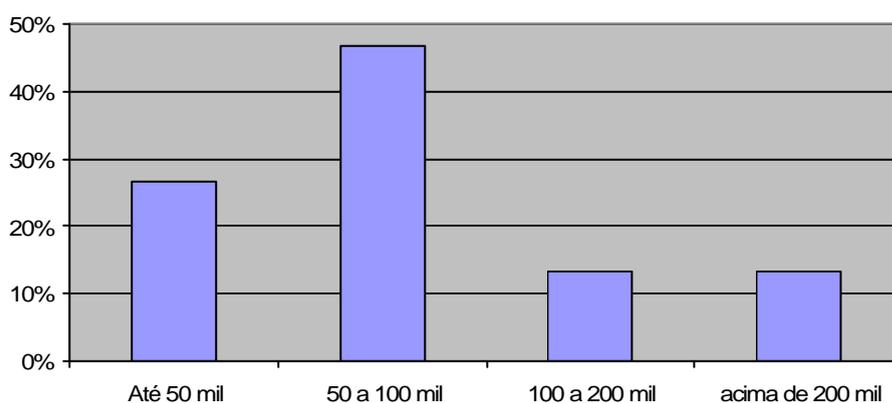


Figura 26 – Quantia máxima investida por empresa (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.31).

Ainda no que diz respeito a valores investidos, a maioria dos investidores preferem investir até 6% de suas carteiras de investimento. Apenas três dos

respondentes disponibilizaram mais de 24% de suas carteiras para investimentos em empresas iniciantes. A Figura 27 ilustra os percentuais das carteiras de investimento que os investidores alocam para a atividade anjo (Botelho *et al.*, 2002).

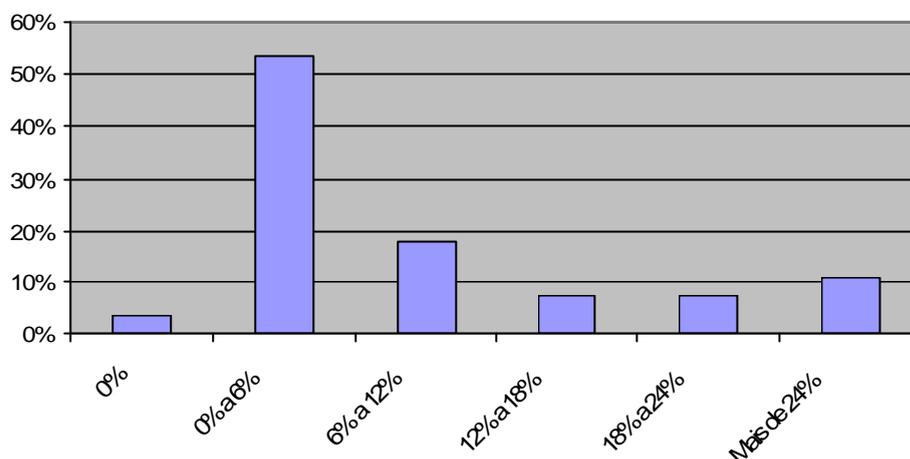


Figura 27 – Percentual médio da carteira de investimento alocado pelos anjos em empresas iniciantes (Fonte: Botelho *et al.*, 2002, p.18).

No processo decisório, assim como nos Estados Unidos e outros países, os anjos brasileiros atribuem uma maior importância aos empreendedores do que aos negócios. Na pesquisa brasileira, 51% dos anjos atribuíram maior importância às pessoas, 9% ao negócio e 29% a ambos – 11% não informaram. Os critérios mais importantes na avaliação de uma proposta foram: a integridade e honestidade do empreendedor e sua equipe, a atitude e o compromisso do empreendedor e sua equipe, a experiência do empreendedor e sua equipe e o conhecimento do setor econômico no qual a empresa encontra-se (Botelho *et al.*, 2001).

3.6 Os Problemas Enfrentados pelos Investidores Anjos

Diversas ineficiências têm sido observadas nesse mercado, principalmente devido à falta ou má distribuição das 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).

Com base em uma ampla revisão da literatura internacional, foram identificados alguns destes problemas que impedem o crescimento deste mercado.

Foram identificadas questões inerentes ao mercado, questões legais e políticas, e ainda aspectos do comportamento dos investidores anjos frente a algumas variáveis econômicas.

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. Desta forma, torna-se bastante útil uma classificação que facilite a análise e a formulação de políticas para eliminá-los ou ao menos mitigá-los.

Mason & Rogers (1997, *apud* Mason & Harrison, 2002) propuseram uma classificação baseada nos três estágios-chaves do processo decisório de um investimento: a busca, a avaliação e a negociação. Essa estruturação é bastante interessante, mas aborda apenas o processo de decisão, excluindo todo o momento após a concretização do negócio.

De fato, a maioria das barreiras à atividade dos anjos encontra-se nestas etapas, o que não dispensa, contudo, o estudo de suas sucessoras. Segundo levantamento feito nos Países Baixos por Kuipers (1998), 50% dos investidores analisados reportaram problemas no desenvolvimento do negócio. O mesmo estudo revelou também que, embora escassos, os problemas também ocorrem no momento da saída.

Assim sendo, a classificação proposta neste trabalho inclui, além das três etapas-chaves do processo decisório, as etapas de desenvolvimento do negócio e saída do investidor. Desta forma será abrangido o investimento como um todo, desde o momento em que o investidor começa a procurar uma oportunidade para fazer render seu capital até a ocasião em que esse sai efetivamente do negócio. Por fim, foi incluso um item dedicado a questões legais, políticas e sobre o ambiente econômico, que em sua maioria afetam o processo como um todo e não suas fases isoladamente.

O posicionamento dos problemas dentro de cada categoria foi, no entanto, realizada por julgamentos pessoais e impressões retiradas da bibliografia consultada, estando sujeita a adaptações de acordo com o ponto de vista de cada leitor. Em nenhum dos textos de referência os autores explicitaram uma subdivisão bem definida conforme neste trabalho.

3.6.1 A Busca

Esta etapa começa quando o investidor anjo decide que está disposto a alocar parte de seus recursos em empresas não listadas na bolsa de valores e termina quando ele finalmente encontra uma proposta para qual decida dedicar maior atenção. É nesta fase que, segundo a literatura, ocorrem as maiores barreiras ao investimento anjo. De acordo com Kuipers (1998), 70% dos investidores encontram problemas nesta etapa.

A falta de bons negócios é a principal reclamação dentre esses investidores, que necessitam achar o ponto de equilíbrio entre a exposição ao público para manter um bom fluxo de negócios e o anonimato que tanto apreciam (Freear & Sohl, 2001, *apud* Freear *et al.*, 2002). Os investidores anjos nem sempre conseguem encontrar com facilidade o caminho das boas oportunidades de investimento (Aernoudt, 1999). O processo de busca por uma boa oportunidade é custoso e consome muito tempo do investidor anjo, comumente alcançando os seis meses (Freear & Sohl, 2001, *apud* Freear *et al.*, 2002).

Tabela 7 – Proporção máxima do *portifólio* que os investidores anjos gostariam de alocar em empresas não listadas (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.277).

<i>Percentagem do portfólio</i>	<i>Percentagem de respondentes</i>
Menos de 5%	2
5 a 9	3
10 a 14	23
15 a 19	3
20 a 24	23
25 a 29	10
Mais de 30%	36

Em meados da década de 90, os criadores de empresas reclamavam da falta de dinheiro para investimento, mas ao mesmo tempo os investidores encontravam-se insatisfeitos com a falta de bons projetos para investir (Dubocage & Rivaud-Danset, 2001). A primeira hipótese, entretanto, já foi descartada por evidências empíricas. Um estudo realizado no Reino Unido revelou que os investidores anjos investem tipicamente entre 5 e 10% do seu *portifólio* em empresas não listadas, enquanto estariam dispostos a investir, na média, 20% desses nesse tipo de negócios. A Tabela 7 ilustra mais detalhadamente esse desejo dos investidores.

Wetzel (1986, 1987, *apud* Mason & Harrison, 2002) interpreta esse fato como uma ineficiência no mercado que não está sendo capaz de aproximar os empreendedores de seus devidos investidores.

As redes, ou grupos de investidores anjos podem contribuir para melhorar esse contato entre empreendedor e investidor, mas até então os resultados têm sido interpretados de maneira adversa pelos estudiosos. Dada a importância que os anjos atribuem a um prévio conhecimento do empreendedor, alguns autores questionam a eficácia desse tipo de serviço no sentido de resolver a falta de boas oportunidades de investimento que este mercado enfrenta. A exemplo, a “The Texas Capital Network”, proporcionou um número elevado de contatos entre anjos e empreendedores, mas poucos negócios foram concretizados (Prowse, 1998). Outro autor, Liu (2000) também enuncia a aversão pelos anjos ao que chama de *blind date* – que se traduz por encontro cego – referindo-se aos encontros realizados entre anjos e empreendedores por meio destas redes.

Mason & Harrison (1999, *apud* Mason & Harrison, 2002) também sustentam essa hipótese, alegando que para um número significativo de investidores do Reino Unido, a adesão a uma ou mais redes não aumentou o número de investimentos potenciais que esses recebiam. Contraditoriamente, nesse mesmo trabalho, esses autores concluem que as redes tem tido um impacto significativo na promoção de oportunidades de investimentos.

A qualidade dos negócios também é um fator limitante para o mercado de investimento anjo. Aliás, essa é outra razão pela qual as redes, nos padrões descritos nas referências consultadas, não contribuem para um melhor fluxo de negócios. Essa ineficiência em produzir bons negócios não se refere apenas à quantidade de negócios gerados, mas também, e principalmente, à qualidade dos negócios. Para ser atrativa ao investidor, uma empresa necessita ter um potencial de crescimento elevado e acelerado, de forma a render lucros excepcionais e, além disso, ser vendável. Diferentemente da visão de muitos empreendedores, os anjos não estão muito interessados diretamente nos dividendos que suas ações irão propiciar, mas sim na taxa de retorno final sobre o montante alocado.

A pesquisa de Mason & Harrison (2002) também expõe a questão da qualidade. Nessa, 81% dos respondentes a indicam como um ponto crítico.

Contudo, a impressão de um negócio pode variar de um anjo para outro, pois depende não somente da idéia em si, mas também do ramo de atuação do

investidor. Um anjo que possui experiência na área de Internet, por exemplo, dificilmente irá investir em uma empresa que planeja desenvolver um novo medicamento. Isso ocorre, pois, quanto maior for a afinidade do projeto com a experiência do anjo, maior será o capital social que esse poderá estar disponibilizando à empresa, aumentando assim as chances de sucesso. É fundamental, portanto, que o empreendedor saiba dirigir seu pedido de financiamento a anjos que possuam experiência comum com os seus projetos.

De acordo com Mason & Harrison (2002), 64% dos anjos possuem critérios bastante definidos para aceitação de propostas. Dentre esses critérios, além da indústria a qual a empresa pertence, conforme descrito acima, encontram-se questões de localização e estágio de desenvolvimento dessa. Ainda nesse trabalho, Mason & Harrison (2002) afirmam que de acordo com sua pesquisa, 6 em cada 10 investidores enunciam que a falta de conhecimento a respeito de um determinado assunto limita sim a capacidade de investimento, chegando a 80% o índice de rejeição por esse motivo.

Mason & Harrison (1994, 1999); Osnabrugge & Robinson (2000, *apud* Mason & Harrison, 2002) citam que muitos investidores anjos ativos são incapazes de investir o quanto desejam devido à falta de oportunidades adequadas.

Um outro problema ocorre na elaboração dos planos de negócios, que costumam ser mal elaborados e não fornecem aos anjos as informações necessárias para despertar o interesse pelo investimento (Rindl, 2004). É importante distinguir nesse momento um mau negócio de um mau plano de negócios. Um mau negócio é aquele que não conseguiria atingir as expectativas de retorno almejadas pelos investidores anjos, podendo ser, até mesmo, um bom negócio do ponto de vista do empreendedor, que pode ter objetivos diferentes. Já um mau plano de negócios é aquele que, mesmo descrevendo um negócio promissor do ponto de vista do investidor anjo, não consegue despertar nesse o interesse por investir.

Mas que tipos de erros podem decorrer nesse desinteresse? Hammond (1996, *apud* Bhidé, 2005) classificou esses erros em dois tipos distintos: erros de coerência e erros de correspondência. Os primeiros são os erros relacionados com falhas relativas aos conhecimentos gerais, e podem ser causados por diversos motivos: incapacidade intelectual, pressão externa ou ilusões. Os empreendedores tendem a ignorar as possibilidades de falha de suas idéias. Já o segundo grupo de

erros são aqueles decorrentes de estimativas erradas, e mesmo os empreendedores mais racionais podem decorrer nesses. Por esse motivo, os investidores costumam praticar descontos nas expectativas dos empreendedores. Quanto menos fundamentadas forem as previsões ou mais distante elas estiverem do conhecimento do anjo, maior será esse desconto (Bhidé, 2005).

Neste ponto cabe ressaltar que a obtenção das informações necessárias para fundamentação é custosa, o que reforça a importância de coesão entre o projeto e a experiência do investidor anjo, bem como do capital social.

Liu (2000) ressalta que a falta de conhecimento dos empreendedores acerca de seus próprios negócios e seus respectivos mercados é responsável por um grande número de rejeições por parte dos investidores.

O co-investimento ajuda os anjos no sentido de suprir essa e outras deficiências. Juntos, possuem um maior acesso a informações e avaliam melhor as propostas. Kjærgaard *et al.* (2002) citam que apenas 8% dos investidores de sua amostra preferem investir sozinhos.

No entanto, de acordo com um estudo realizado sobre investidores anjos no Canadá pela OED, 97% dos respondentes mostraram a necessidade de ajuda na identificação de co-investidores (Liu, 2000). Nesse processo de por em contato potenciais co-investidores, as redes mostram-se mais eficientes do que no de propiciar o contato entre investidor e empreendedor.

Por último, finalizando os problemas encontrados na etapa de busca do investimento, encontra-se a aceitação do empreendedor em partilhar com o investidor a propriedade da sua empresa. Se já é difícil encontrar negócios que se enquadrem dentro das características de investimento para o anjo, mais difícil ainda é achar um desses no qual o empreendedor esteja disposto a aceitar a participação do investidor em seu negócio (Liu, 2000).

3.6.2 A Avaliação

A avaliação da oportunidade de investimento, conhecida comumente pelo termo em inglês *due diligence*, é a etapa em que o investidor irá buscar informações para calibrar as expectativas que o empreendedor assumiu em sua proposta, bem como buscar outros dados que possam melhor traduzir as perspectivas de mercado para a empresa analisada, melhorar o entendimento a

respeito da tecnologia em questão e revelar as competências e deficiências do empreendedor e sua equipe. Estas duas últimas, por sinal, é uma das mais importantes, sobre as quais os investidores depositam grande peso na hora de avaliar um negócio.

“Os investidores depositam suas apostas mais nos jóqueis do que nos cavalos” (Fiet, 1995; Osnabrugge & Robinson, 2000, *apud* Mason & Harrison, 2002). Empreendedores com uma reputação dúbia ou sem uma história de sucesso em seu passado enfrentam maior dificuldade na obtenção de financiamento (Bhidé, 2005). Uma relação já existente entre empreendedor e investidor pode facilitar muito a concretização do investimento.

Todas estas informações são necessárias para que o anjo possa avaliar o potencial de crescimento da empresa e o risco envolvido, indicando assim a viabilidade do negócio e também, quando for o caso, os termos nos quais deverá concretizá-lo: valores, participações e outros detalhes cruciais para o sucesso do investimento.

Os anjos mais experientes costumam obter estas informações por conta própria, elas são tradicionalmente obtidas pelas suas redes pessoais: amigos, outros anjos, outros investidores privados, bancos, firmas de capital de risco, associações comerciais, pessoas envolvidas na administração pública, contadores, advogados, e ainda as redes ou grupos de anjos (Sørheim, 2003).

Estas redes pessoais são de extrema importância por ajudarem a minimizar os custos relacionados à obtenção de informações e aumentarem a confiabilidade dessas (Shane & Cable, 1999, *apud* Sørheim, 2003). Quanto maior a confiança nas fontes das informações, menos duvidosa será a avaliação da proposta e conseqüentemente menor será o desconto praticado pelo investidor.

Ocorre que nesta etapa também há uma deficiência do sistema de informação. Muitos dos problemas de avaliação derivam das dificuldades tanto para obtenção quanto para validação e valoração das informações obtidas (Karaömerlioglu & Jacobsson, 2000). Como resultado, esta etapa também depende tempo, em média 2,5 meses, e implica em custos ao investidor. A decisão de realizar uma avaliação do negócio também envolve relações de custo benefício semelhantes às decisões de investir ou não (Bhidé, 2005).

Em suma, os custos de avaliação e a necessidade de tempo que esse processo exige do investidor são um entrave ao mercado informal de capital de

risco. As redes, pessoais ou não, e os grupos de anjos, cada um com sua devida eficácia devido aos diferentes graus de confiabilidade, contribuem para ajudar os anjos a transpor essa barreira, mas ainda distante do potencial almejado.

3.6.3 A Negociação

Essa é a etapa na qual, despertado o interesse no investidor, e de acordo com as informações obtidas na fase anterior, deverão ser acordados os termos do investimento entre as partes. Nesta fase, segundo estudo feito por Kuipers (1998), 40% dos investidores encontram problemas principalmente devido à falta de percepção da realidade por parte do empreendedor.

Dificuldades na definição da divisão acionária e dos valores negociados, juntamente com uma aversão dos empreendedores à sociedade com os investidores são as principais barreiras nesta etapa. Liu (2000) cita que é muito difícil encontrar *start-ups* de qualidade cujos donos estejam dispostos a dividir a propriedade e o controle gerencial com os investidores. Em outro trabalho, no qual o foco foi a indústria de capital de risco como um todo, mercado formal e informal, 80% dos negócios analisados não concluíram o investimento porque os empreendedores não desejavam essa divisão de propriedade e poder nas suas empresas (Rindl, 2004).

Mason & Harrison (2002) detalham melhor os principais fatores de desacordo no momento da negociação. Além da divisão acionária, do preço e da composição de poder no quadro de diretores, são ainda pontos de discórdia a contribuição direta dos anjos no dia-a-dia da empresa, a estratégia de saída, questões referentes à remuneração, o direito de veto do investidor, o direito à informação por parte do investidor, entre outros. O Quadro 7 ilustra a frequência com que 34 investidores, respondentes de uma pesquisa feita por Mason & Harrison (2002), sofreram com cada um desses itens.

Os mesmos autores, nesta mesma pesquisa observaram que 53% dos respondentes haviam, nos últimos 3 anos, tido em média de uma à duas propostas recusadas devido à divergências nas negociações (Mason & Harrison, 2002). Em um trabalho anterior, observaram ainda que os investidores anjos chegam a fazer quatro vezes mais propostas do que efetivamente as concretizam (Mason & Harrison, 1996, *apud* Mason & Harrison, 2002).

Razão	Porcentagem de Respondentes
Desacordo no preço	50
Desacordo na estrutura acionária	44
Desacordo na composição de poder na diretoria	18
Desacordo com a contribuição direta dos anjos na empresa	15
Desacordo na estratégia de saída	9
Desacordo em questões referentes à remuneração	6
Desacordo quanto ao direito de veto do investidor	3
Desacordo quanto ao direito à informação por parte do investidor	0
Outros	21

Quadro 7 – Razões pelas quais os termos e condições de um investimento não foram acordados (Fonte: Mason & Harrison, 2002, p.283).

Uma possível solução encontrada na literatura para esse problema seria um trabalho de educação, ou conscientização prévia dos empreendedores a respeito das expectativas e formas de atuação dos investidores anjos (Rindl, 2004).

Por fim, uma outra deficiência que se inicia nesta etapa, mas que só se manifesta posteriormente é a elaboração dos contratos deficientes. Muitos anjos, especialmente os mais inexperientes, acabam por negligenciar sistemas de proteção para o caso de má performance da empresa investida (Prowse, 1998). É de extrema importância que os contratos busquem acordar previamente o maior número de possibilidades para o futuro da empresa e do negócio.

Rindl (2004) coloca que os custos envolvidos nestas transações são muito altos para pequenos investimentos, e embora em seu trabalho essa seja uma justificativa para tendência das firmas de capital de risco buscarem investimentos com um porte maior, a colocação se encaixa na realidade do investidor anjo. As redes ou grupos de anjos podem prestar um auxílio nesta etapa, diminuindo assim os custos e os riscos.

3.6.4 O Desenvolvimento do Negócio

Esta etapa é compreendida pelo momento entre a formalização do investimento, após a negociação dos termos, e a fase em que o investidor anjo irá buscar o retorno do seu investimento com a venda de sua participação na empresa. Além do capital financeiro, neste momento o investidor costuma beneficiar a empresa com seu capital social, indicando contatos, caminhos a seguir, ajudando a identificar mercados, entre outros conselhos advindos da sua experiência. O dito popular de que se conselho fosse bom vendia-se, aqui se aplica literalmente.

No estudo realizado por Kuipers (1998), metade dos investidores encontrou problemas nesta etapa, sendo esses causados principalmente pela limitação gerencial dos empreendedores e sua equipe. Ainda nesse estudo, 35% dos anjos alegaram problemas em lidar com os empreendedores, principalmente no que diz respeito à comunicação e confiança.

Comumente os investidores anjos são menos rigorosos na avaliação das oportunidades que recebem, confiando mais nos seus próprios instintos do que nas opiniões externas, o que costuma causar problemas nas etapas seguintes (Sørheim, 2003).

Os anjos mais experientes são menos atingidos por essa questão, pois além de possuírem maior rigor na avaliação dos projetos, costumam receber propostas em maior quantidade e melhor qualidade devido ao seu passado como profissional e investidor, o que lhes rende uma rede pessoal melhor. Todavia, costumam sofrer de limitação de tempo para investir (Sørheim, 2003). Em 2002, um estudo realizado por Mason & Harrison (2002) encontrou em sua amostra que 57% dos entrevistados reconheciam a existência de um limite de investimentos que conseguiriam administrar eficientemente. Os principais limites encontravam-se no monitoramento da performance dos investimentos e na dedicação direta ao negócio, com 45% do total de entrevistados para cada um desses.

O processo de investimento do anjo consome consideravelmente esse recurso. Há a necessidade de identificar potenciais negócios, avaliá-los, estruturá-los e, quando do interesse em investir, prestar assistência e contribuir com o capital social.

Embora estudos anteriores tenham mostrado que essa é uma barreira comum ao mercado, em um estudo mais recente Mason & Harrison (2002) obtiveram que uma vasta maioria dos entrevistados não havia atingido ainda o seu limite desse recurso. Esse parece ser então um limitante apenas aos anjos mais experientes.

Desta forma então, parece haver nesta etapa uma divisão entre os problemas enfrentados pelos investidores. De um lado os menos experientes, que sofrem com atritos pela falta de rigor na seleção e negociação dos contratos, do outro os anjos mais experientes, que sofrem limitação de tempo na condução de seus negócios.

3.6.5 A Saída do Investidor

Esta etapa constitui o momento em que o investidor irá buscar o retorno sobre o capital investido. Pode ocorrer, por exemplo, por uma venda para um fundo de capital de risco, para uma outra empresa ou pelo lançamento de ações na bolsa. No estudo realizado por Kuipers (1998), poucos casos de problemas foram encontrados nesta etapa. Todavia, esses poderiam ter sido evitados com melhores negociações e contratos mais bem elaborados.

Um dos problemas evidente nesta etapa é a questão da diluição, que é a diminuição da participação do anjo na estrutura acionária da empresa. Esse problema ocorre quando há a necessidade de outros investimentos ao longo da vida da empresa e o anjo não é capaz de fazê-los por conta própria, necessitando recorrer então às empresas de capital de risco.

Comumente existem novas rodadas de investimento pelo mercado formal, mas nem sempre esse relacionamento dá-se sem ocorrência de conflitos (Kjærgaard *et al.*, 2002). Débitos podem ser uma solução atraente para essa questão (McGlue, 2002), mas nem sempre estão disponíveis.

Os conflitos de interesses, também entre os gerentes e proprietários da empresa (investidores e empreendedores), podem prejudicar no momento da venda do negócio. É importante ressaltar, contudo, que mesmo que os investidores não saiam totalmente da empresa quando essa vai a público, sendo inclusive comum manterem porções significativas de suas ações na empresa (Espenlaub *et al.*, 1999), a primeira afirmação não se invalida, pois os conflitos podem continuar existindo a cada momento que os investidores decidam negociar suas partes.

Por fim, ainda no que diz respeito a novas rodadas de investimento, o montante mínimo que as empresas de capital de risco estão dispostas a investir tem aumentado. Esse movimento, que conforme mencionado criou um intervalo de capitalização deficiente. Seria interessante então, avaliar se os grupos de anjos têm sido capazes de suprir essa demanda por meio dos co-investimentos, ou se de alguma forma os investimentos dos anjos estão sendo afetados por essa tendência.

3.6.6 Questões Legais, Políticas e Econômicas

Nesta seção serão abordadas algumas questões que afetam não só a atividade do investidor anjo em si, mas também o mercado formal de capital de

risco. Essa não separação se dará, pois, além da complementariedade existente, muitas delas afetam não só um setor, mas sim ambos.

Esses tipos de barreiras são aquelas que estão ligadas diretamente a leis, regulações impostas por agências ou qualquer outro tipo de instituição de caráter público e governamental. Muitas vezes essas não se apresentam explicitamente na forma de uma lei ou regra que constrinja o mercado, mas também na ausência de mecanismos que incentivem atividades favoráveis para esse.

A falta de mecanismos que incentivem o aproveitamento comercial de pesquisas realizadas com recursos governamentais ilustra bem essa questão. Poderia haver melhores relações entre os centros de pesquisa das universidades e o mundo comercial (McGlue, 2002).

A França, por exemplo, em 1999, aprovou a “lei de inovação”, que facilitou a transferência de tecnologia das universidades públicas para o mercado, permitindo então que os pesquisadores criassem empresas para explorar suas idéias sem a necessidade de abandonarem seus cargos para isso. Até então esse era um empecilho na comercialização de novas tecnologias (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002).

Outra questão importante é a presença de um sistema de patentes eficientes, capaz de garantir ao pesquisador os direitos sobre sua descoberta e também render-lhe retornos satisfatórios (McGlue, 2002).

Têm-se ainda questões tributárias, as quais foram amplamente abordadas em países que desejavam ampliar mercado de capital de risco como incentivo ao crescimento econômico e desenvolvimento de capacitação tecnológica. Os investidores anjos são muito sensíveis a variações tributárias. Impostos menores, além de incentivarem uma maior participação dos anjos pode também trazer ao mercado os investidores anjos potenciais (Mason & Harrison, 2002).

Ainda na França, a criação de garantias acionárias para os fundadores de empresas propiciou um aumento de qualidade na capacidade gerencial destas empresas, que não tinham como remunerá-los adequadamente. Esta lei impunha taxas menores sobre o capital no momento da venda das empresas (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002).

Uma outra medida adotada para incentivar o mercado foi a criação de mecanismos que permitiam uma compensação de impostos caso um novo investimento fosse feito, dando assim continuidade ao processo. Leis desse tipo

foram adotadas na França (Dubocage & Rivaud-Danset, 2002) e no Canadá (Liu, 2000).

No que diz respeito a influência do ambiente econômico sobre os investidores anjos, a Tabela 8, com dados de uma pesquisa realizada no Reino Unido, ilustra o impacto de diversos desses sobre a atividade dos anjos. Nessa, é importante destacar a influência das taxas sobre ganho de capital e dividendos, que desencorajariam respectivamente 51% e 43% dos respondentes, caso fossem altas, enquanto esses mesmos percentuais estariam encorajados a investir caso o cenário fosse o oposto.

Tabela 8 – Influência de condições econômicas e políticas sobre a proporção de seus *portifólios* que os investidores anjos investem no mercado informal de capital de risco. (Fonte: Mason & Harison, 2002, p.277).

Condição econômica	Desencorajando o investimento		Sem influência sobre o investimento	Encorajando o investimento	
	Pouco	Muito		Pouco	Muito
Crescimento da taxa juros	9%	27%	55%	3%	6%
Estabilidade ou queda da taxa de juros	0%	3%	61%	18%	18%
Crescimento do mercado de ações	0%	15%	57%	15%	13%
Estabilidade ou queda do mercado de ações	0%	17%	68%	8%	8%
Alta inflação	7%	14%	65%	9%	5%
Baixa inflação	2%	5%	72%	6%	16%
Altas taxas sobre ganho de capital	30%	21%	41%	2%	6%
Baixas taxas sobre ganho de capital	2%	3%	43%	26%	26%
Valorização do mercado imobiliário acima da inflação	0%	8%	78%	6%	6%
Estabilidade ou queda do mercado imobiliário	2%	8%	77%	8%	6%
Aceleração do crescimento econômico	2%	0%	36%	36%	26%
Desaceleração ou estabilidade no crescimento econômico	5%	25%	60%	6%	5%
Altas taxas sobre dividendos	27%	16%	47%	9%	2%
Baixas taxas sobre dividendos	0%	5%	52%	20%	23%
Incentivos no imposto de renda sobre ganhos oriundos de investimentos em empresas não listadas na bolsa	3%	0%	23%	31%	43%
Presença contínua de um mercado alternativo de investimento	3%	0%	68%	17%	12%
Falta de um mercado alternativo de investimento	9%	14%	74%	3%	0%

Pelo visto nesta seção, é importante criar-se incentivos fiscais e legais que aqueçam o mercado. Esses devem estimular o mercado, trazer maior transparência e diminuir o risco dos investidores. Uma política econômica favorável também pode ser de extrema importância para este mercado.