

O Investimento Anjo como Fomentador do Empreendedorismo

Resumo

Este trabalho tem como principal objetivo analisar o comportamento e o papel do investidor anjo em uma economia emergente. Buscou-se através de uma pesquisa bibliográfica e de uma pesquisa secundária de dados a identificação e a classificação deste perfil investidor, suscetível a procurar uma estratégia voltada para o empreendedorismo e para a inovação tecnológica radical. Muitos empreendedores não conseguem financiamento estatal ou financiamento próprio para a implementação de seus projetos inovadores, e vêm no financiamento de capital por terceiros (investidor anjo), uma alternativa para o desenvolvimento ou incremento de seus projetos e negócios (*start-ups*). Além das preocupações e expectativas dos investidores anjo em relação à aplicação de seu capital em negócios e projetos onde possa ter um bom retorno, foi observado também o papel social deste tipo de investidor e o seu fomento ao empreendedorismo.

Palavras-chave: Empreendedorismo; Capital de Risco; Investimento.

Abstract

This work has as main goal to analyze the behavior and role of angel investors in an emerging economy. The aim is through a literature and secondary data search to identify and classify this investor's profile, which is susceptible to seek entrepreneurship and radical technological innovation strategies. Many entrepreneurs fail funding their projects using state or self funding to the implement their innovative ventures. The use of angel investors' capital may be an alternative to the development or increase of their projects or business start-ups. A social role of this type of investor promoting the entrepreneurship is achieved despite of the concerns and expectations of angel investors related to the return of their capital.

Keywords: Entrepreneurship; Venture Capital; Investment.

1. INTRODUÇÃO

Têm sido discutidas, assim como no Brasil, também no restante do mundo, a necessidade e a dificuldade de viabilizar o investimento para atividades empreendedoras e fomentadoras da inovação. A pressão para o desenvolvimento tem levado os países emergentes a perseguir uma estratégia para o crescimento voltada para o empreendedorismo e para a inovação tecnológica radical (BOTELHO et al., 2006), sem a crassa e única dependência de financiamento de órgãos e agências estatais.

De acordo com o relatório Global Entrepreneurship Monitor 2006 (BOSMA et al., 2006), o Brasil é o quarto maior país em termos de percentual da população entre 18-64 anos envolvidas com negócios próprios. Em termos de atividade empreendedora inicial, o país se coloca em décima posição. É importante notar que as posições iniciais nos dois quesitos são ocupadas por países de “médio desenvolvimento” nos quais, na pesquisa, também se inclui o Brasil.

A despeito desse potencial de crescimento que essas empresas poderiam apresentar a maioria dessas atividades empreendedoras, no entanto, carece de uma série de requisitos para lograrem sucesso. Uma pesquisa realizada pelo SEBRAE (ROMILDA, 2006) registra a taxa de mortalidade das empresas nascentes brasileiras como maior que 49% no segundo ano, indo a quase 60% no quarto ano de vida das empresas. Os três primeiros fatores tidos como mais importantes para o sucesso de uma empresa foram: ter um bom administrador, um bom conhecimento de mercado e fazer uso de capital de giro próprio.

A percepção de parte dessas necessidades passou a tomar forma dentro de iniciativas e políticas governamentais nesse sentido. Exemplos disso podem ser vistos através da criação de fundos para empresas emergentes (ação do BNDES) e iniciativas diversas da FINEP (como, por exemplo, o “juro zero”). No entanto, o surgimento de associações de investidores chamados no exterior de *angel investors* (investidor anjo¹) – que começa a despontar no país - pode se constituir numa alternativa privada a incorporar aos projetos empreendedores fatores além do capital, como a experiência no mercado, de relacionamentos (*networking*) e de gestão, agregando valor adicional a esses projetos empreendedores.

Este trabalho pretende explorar a natureza e as características dessa categoria de investimento e identificar o perfil e fatores motivadores de tais investidores no Brasil e, para isso, apresentará alguns pontos relevantes, como: o capital de risco, suas origens e obtenções de fontes; o nascimento e o desenvolvimento do investimento anjo; o perfil empreendedor a que este investimento está ligado; e, finalmente, a teoria de decisão onde encontra-se respaldo, argumentos e pressupostos para o investimento do capital de terceiros em negócios emergentes.

1.1. Problema da Pesquisa

Uma boa parte dos empreendedores não consegue financiamento estatal ou detém capital próprio para a implementação de seus projetos inovadores. A consecução e viabilização de seus projetos podem gerar grandes ganhos para a economia de sua cidade, município, estado ou até mesmo para o país, gerando inovação tecnológica, renda e empregos diretos e indiretos. A ação de investidores independentes, como os investidores anjos, pode ajudar a preencher esta lacuna existente e carente nestes segmentos, principalmente em economias emergentes, como a brasileira.

¹ A origem da palavra “anjo” aqui remonta do início de 1900 nos investimentos de risco feitos em shows da Broadway e não tem nenhuma conotação religiosa.

A identificação do perfil desse investidor e quais são os seus projetos de interesse, além de como se organizam e quais são os critérios para o investimento de seu capital, constituem importantes questões de interesse a serem respondidas.

1.2. Objetivos do Estudo

O objetivo deste estudo foi analisar o comportamento e o papel do investidor anjo em uma economia emergente. Buscou-se através de uma pesquisa bibliográfica e de uma pesquisa secundária de dados a identificação e a classificação deste perfil investidor, suscetível a procurar uma estratégia voltada para o empreendedorismo e para a inovação tecnológica radical.

1.3. Justificativa

Este trabalho poderá servir para os profissionais interessados no esclarecimento e no aprofundamento do estudo de questões ligadas ao investimento anjo no Brasil. Ele poderá ser útil aos gestores, consultores, professores e estudantes que tenham o compromisso de continuar investigando e difundindo oportunidades de investimento para um público-alvo específico e para a sociedade em geral, especialmente neste ambiente atual onde oportunidades de captação de recursos e de financiamento são tão escassas, além de repleta de obstáculos burocráticos. Outra contribuição reside na apresentação de dados reais, retirados de pesquisa secundária, mas que atribuem o registro de um perfil a este investidor anjo.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A revisão bibliográfica aqui realizada busca aumentar a compreensão sobre o investimento anjo, e o contexto em que se insere em termos do processo de decisão por parte do investidor anjo.

2.1. Capital de Risco

A fonte de recurso inicial de qualquer empresa é o capital aplicado por pessoas físicas e jurídicas interessadas em montar ou ampliar seu negócio, o chamado capital próprio. Esse capital é entendido de forma mais ampla como os recursos do empreendedor e seus sócios. Embora recursos posteriores complementares possam advir de financiamentos de longo ou curto prazo, o capital de terceiros, é no capital próprio que reside efetivamente à fonte de criação de novas empresas. Essa criação tem assumido um papel de importância cada vez maior no desenvolvimento das economias diante da criação do emprego, da inovação e do aumento de riqueza evidenciados por pesquisas e estudos diversos (GASPAR, 2001).

O capital próprio incorpora algumas características ou dimensões que o leva a ser definido como capital de risco. O termo capital de risco vem como tradução do inglês *venture capital*, cuja tradução poderia ser “capital empreendedor”, como preferem alguns. O termo *venture capital* é utilizado na literatura (SANTOS, 2005) com o mesmo significado de capital de risco. Para efeitos deste artigo, *venture capital* será usado de forma mais estrita para designar um dos grupos de veículos para financiar o investimento no capital próprio.

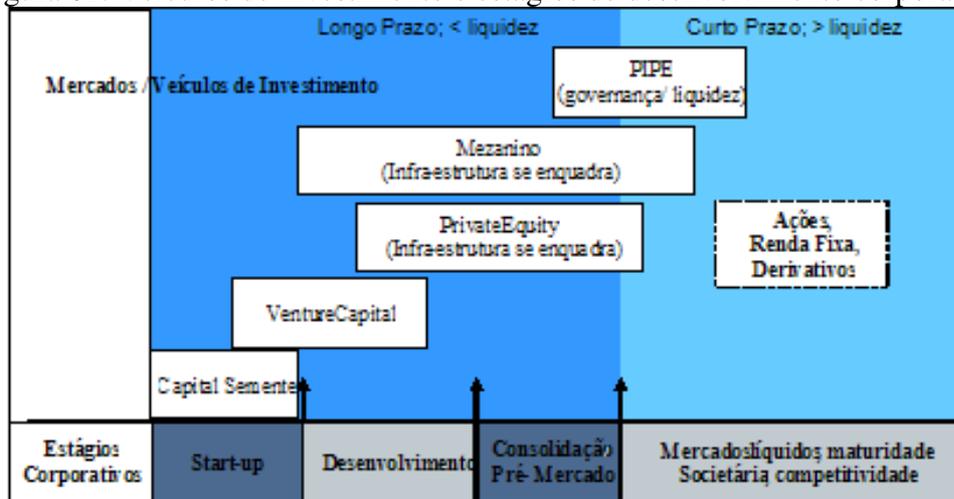
A definição de capital de risco usada neste artigo será a mesma dada por Santos (2005) com suas nove dimensões:

“(…) uma atividade que reúne investidores e empresários, promissora e incerta, em que o investidor arrisca nos lucros ou perdas da empresa, em aplicações de

longo prazo e sem garantias de receber seu capital, pois a empresa não se obriga a reembolsá-lo em caso de insucesso”.

A Figura 01 gera uma compreensão maior quanto ao capital de risco diante do estágio em que se encontra a empresa, e quanto aos veículos utilizados para captação de recursos.

Figura 01: Veículos de investimento e estágios de desenvolvimento corporativo.



Fonte: Gonçalves, 2004.

A fase inicial, acima caracterizada como *start-up*, é conceitualmente dividida em duas rodadas de negociação: numa conhecida por *seed financing round*, tenta-se provar o conceito e a qualidade do projeto desenvolvendo o protótipo, pesquisando e aperfeiçoando-o; na segunda, a propriamente dita *start-up*, busca-se a industrialização ou desenvolvimento do produto e o marketing inicial.

A obtenção de fontes para o “capital semente” representa uma dificuldade muito grande. Embora os fundos de Venture Capital - mercado formal de Venture Capital - sejam considerados como fontes para negócios com alto potencial, raramente financiam esse capital inicial, restando para o mercado informal de Venture Capital - os chamados investidores anjo – o interesse e o investimento em projetos ainda nas suas fases iniciais.

No mercado americano, os gargalos em relação à necessidade de investimentos necessários na faixa compreendida entre US\$ 100 mil e US\$ 2 milhões na fase de *start-up* e na etapa inicial de desenvolvimento têm sido supridos por investidores anjo ou associações de anjos (ROSENBERG et al., 2003).

No Brasil, segundo a revista Valor Financeiro Especial - *Private Equity e Venture Capital* (2007), em setembro de 2007, US\$ 16,7 bilhões estavam disponíveis para aplicação nos fundos de *Venture Capital e Private Equity*. Mas, segundo a mesma revista, a maior parte da destinação do capital está concentrado no *Private Equity*. Apenas 10% do comprometimento de recursos são destinados a operações de *Venture Capital*. Como somente uma parte muito pequena desse capital alocado ao *venture capital* é aplicado em empresas nascentes (*start-ups*), a lacuna de investimento que vimos nos Estados Unidos é muito maior no Brasil. Nos Estados Unidos, para se ter uma idéia de comparação, o mercado de investimento anjo é de US\$ 25,6 bilhões de dólares de acordo com estudo feito pela Universidade de New Hampshire (SOHL, 2007), o que o faz do mesmo tamanho de mercado de *Venture Capital*.

2.2. O Investimento Anjo

O termo “investidor anjo” originou-se nos Estados Unidos no início do século XX para identificar investidores que na Broadway faziam investimentos de risco para financiar produções teatrais. Hoje esse termo refere-se a indivíduos com alto patrimônio que investem em empresas nos seus estágios iniciais (*start-up*) de crescimento. (MIT Entrepreneurship Center, 2000). Nos Estados Unidos, geralmente é um investidor qualificado (*accredited investors*) pelas regras da *Security and Exchange Commission's* (SEC's), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) americana. Esses investidores são indivíduos com patrimônio maior que US\$ 1 milhão, salário de US\$ 200 mil nos último três anos, ou US\$ 300 mil entre marido e mulher.

Estudos bibliográficos feitos por Botelho et al. (2006) mostram que esse mercado formado pelo conjunto de investidores anjo é um dos mais antigos e a maior fonte de capital para as fases iniciais das empresas como evidenciamos no tópico anterior. O capital anjo injetado nessas fases iniciais busca suprir a necessidade de recursos em dose suficiente para levar a empresa nascente ao patamar de desenvolvimento que possibilite seu crescimento auto-sustentado, levando o negócio a um ponto em que ele se transforme mais atrativo a um fundo de *venture capital*. Utilizando-se de dados de pesquisas dos EUA, Canadá, Europa (BOTELHO et al., 2006) é possível traçar um perfil desse investidor: é um investidor predominantemente do sexo masculino, com idade média de 47 anos (EUA) e com boa formação (cerca de 75% têm pós-graduação); alocam menos de 30 % de sua renda líquida total para financiar empresas no estágio inicial de desenvolvimento; o valor investido por um anjo individual é de US\$ 72,000 na média e o volume total do investimento pode variar entre US\$ 25,000–50,000 por rodada até US\$ 250,000–750,000 por rodada; dois ou três investimentos num período de três anos e estão geralmente envolvidos diretamente na gestão das empresas investidas através de acordos prévios.

O termo “anjo”, para investidor, ainda é pouco conhecido no Brasil. Sua participação, no entanto, em investimentos inovadores está em fase de crescimento, tendo em vista que se institui num ambiente onde o setor de MPME's possui dificuldades em angariar investimentos em função da falta de carteiras sólidas de clientes, pouca experiência gerencial e baixo nível de *disclosure*. Em troca de capital e dedicação ao empreendimento, os “anjos” solicitam uma participação societária na empresa investida, podendo, ainda, assumir uma cadeira no conselho de administração. Todavia, este envolvimento às vezes se dá de modo informal. Não obstante, esta classe de investidores vem justamente para preencher as lacunas provenientes de um mercado nascente, acenando com a possibilidade de alocação de recurso e transferência de *know-how* gerencial.

Os investidores anjo, no cerne da sua atuação, procuram agregar projetos inovadores com elevado potencial de crescimento e rentabilidade, e carentes de auxílio profissional qualificado e experiente. Segundo artigo publicado na revista *Executivos Financeiros, Tecnologia & Finanças*, em dezembro de 2004 (apud NETO, 2005), sob o título: “A economia na mira do anjos”, constatou-se que pelo menos de 81 anjos investiram em empresas de pequeno e médio porte, direcionando recursos da ordem de R\$ 10 milhões ao longo do ano de 2004, perfazendo aproximadamente R\$ 125 mil por empreendimento, sendo certo que o retorno sobre o investimento dos “*Angels Investors*” é resultado da valorização da empresa à medida que se desenvolve e cresce.

De acordo com pesquisa realizada pelo NEP/Gênese-PUC/RJ (apud NETO, 2005), o perfil dos investidores anjos brasileiros é bem peculiar, uma vez que os mesmos não possuem significativa base tecnológica, mas sim, elevados conceitos gerenciais, administrativos e jurídicos, bem como, possuem uma cultura de investimento individualista, vis-à-vis, a maioria dos empreendedores nacionais que possuem uma postura muito mais conservadora,

implicando, por conseguinte, em longas negociações para uma aceitação de parceiros que de modo geral não são facilmente aceitos pelos empresários, pois estes, diante das suas posturas conservadoras têm receio de comprometer o controle dos seus negócios.

Para solucionar tal impasse, o que se sugere é que haja uma ampla campanha educacional, com viés para capacitação profissional, para ambos os lados, investidores anjo e empresários de pequeno e médio porte. Talvez essa iniciativa possa vir a ser bem sucedida a partir da participação das incubadoras ligas aos centros acadêmicos e universitários. Três critérios básicos são apontados em estudos bibliográficos (BOTELHO et al., 2006) como norteadores da seleção de oportunidades de investimento do anjo: a proximidade geográfica do investimento, dada a necessidade de participação mais ativa nos investimentos; o estágio do empreendimento que está focado nos estágios iniciais (*seed e start-up*) e os segmentos industriais de interesse, geralmente relacionados a mercados nos quais detêm certa familiaridade e, nos Estados Unidos, em mercado de alta tecnologia.

Nos quadros a seguir estão retratados o resumo de duas pesquisas pioneiras que mostram outras percepções sobre o perfil do investidor anjo no Brasil. Na primeira, registrada no Quadro 01, a pesquisa foi realizada pelo NEP GÊNESIS PUC-RIO, sob o marco do New Venture Financing Project –NVF e a segunda um estudo de caso com a Gávea Angels, primeira associação de investidores anjo do Brasil. (BOTELHO, 2006).

Quadro 01: Perfil do investidor anjo no Brasil, segundo a pesquisa Projeto NVF.

Dados Demográficos	
Idade	As idades variaram entre 22 e 62 anos. A idade média (n=34) é de 43 anos e a faixa etária predominante é de 30 a 50 anos.
Sexo	A quase totalidade dos anjos (94%) é do sexo masculino.
Educação	O nível máximo de educação formal por eles alcançado foi o de pós-graduado (46%), seguido de graduado (43%). A quase totalidade (91%) possui pelo menos a graduação completa, mas apenas 3% possuem uma formação máxima de doutorado.
Parâmetros Econômico-Financeiros dos Investidores	
Montantes médios que estariam dispostos a investir em cada oportunidade	73% preferem investir um montante máximo até R\$ 100 mil.
Porcentagem do Patrimônio Investido	Dos entrevistados que já haviam investido em empresas emergentes, 57% o fizeram utilizando até 6% de seus ativos.
Número de investimentos que os entrevistados pretendem realizar anualmente	Vinte e seis anjos (81%) realizaram 61 investimentos em empresas emergentes nos últimos 12 meses, tendo a maioria investido somente em uma empresa.
Taxa média anual desejada de retorno do investimento	50% preferem no mínimo uma taxa média anual de retorno do investimento na faixa de 12 a 21,5% (n=18).
Tempo esperado de retorno do investimento (período de <i>payback</i>)	37% preferem no máximo um tempo de retorno do investimento (período de <i>payback</i>) entre 4 e 6 anos.
Participação acionária desejada	95% preferem ter uma participação acionária entre 12 e 33%.
Motivação Para Investir	As principais motivações para relizar o primeiro investimento em empresas emergentes foram: 1-possibilidade de obter maior ganho ou rentabilidade relativamente a outros tipos de investimentos; 2- confiança no empreendedor ou na equipe gerencial, e 3- satisfação pessoal do investidor.

Fonte: Adaptado de Botelho et al., 2006.

Agora pode ser observada a mesma pesquisa, direcionada a associação de investidores anjos Gávea Angels, no quadro a seguir:

Quadro 02: Perfil do investidor anjo no Brasil, segundo a pesquisa Gávea Angels.

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

Fonte: Adaptado de Botelho et al., 2006.

Nos Estados Unidos, em estudo realizado pelo *Center for Venture* da Universidade de New Hampshire (apud Research Kauffman Foundation, 2002), o crescimento dos grupos formais de anjos nos Estados Unidos tem acontecido de forma consistente e este crescimento é atribuído aos seguintes fatores:

- Um desejo de atrair melhores oportunidades e gerar retornos mais altos que os anjos agindo sozinhos.
- O crescimento dos fundos de “venture capital” e a atração do investimento *venture*.
- Uma lacuna nos investimentos de capital entre os empreendimentos institucionais e os individuais que tem criado a necessidade e a oportunidade para investimentos em grupo.
- A complexidade econômica e legal desses investimentos
- Um crescimento grande no número de indivíduos de sucesso e com alto patrimônio líquido que querem estar mais envolvidos na gestão de seus ativos alternativos.
- O fluxo de projetos.
- A rede social entre esses investidores.

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

2.3. Fomento ao Empreendedorismo

A ascensão do empreendedorismo vem paralelamente ao processo de privatização das grandes estatais e abertura do mercado interno para concorrência externa. Daí a grande importância de desenvolver empreendedores que ajudem o país no seu crescimento e gere possibilidade de trabalho, renda e maiores investimentos (SILVEIRA et al., 2008).

Os ambientes político e econômico têm aumentado o nível de risco e incerteza sobre a estabilidade e o crescimento. Sobreviver em uma economia completamente instável é extremamente complicado, devemos ressaltar ainda, que no Brasil não existem políticas industriais concretas, as políticas aqui existentes giram em torno de subsídios e tarifas, políticas protecionistas são nocivas à economia, pois agindo desta forma, o país pode ser vítima de políticas intervencionistas por parte de outros países, o que dificulta as exportações. Contudo, a consolidação do capital de risco e o papel do investidor anjo também estão se tornando realidade, motivando o estabelecimento de cenários otimistas para os próximos anos.

Uma linha de pensamento que contempla o empreendedorismo, além da econômica (racional), é a comportamental, que tem no autor David McClelland um de seus maiores representantes. Ele postulou que o empreendedor tem a necessidade de sucesso, de reconhecimento e o desejo de ter poder e controle. A maior força motivadora desse indivíduo é a necessidade de realização, de se superar e de se diferenciar dos demais, o que pode se manifestar, se houver oportunidade, no estabelecimento de uma atividade econômica própria (DEWES, 2005). Este autor procurou identificar as características dos empreendedores bem-sucedidos, buscando um ponto de partida para detectá-las em outros indivíduos. São algumas delas: busca de oportunidade, iniciativa, persistência, correr riscos calculados, exigência de qualidade e eficiência, comprometimento, busca de informações, estabelecimento de metas, planejamento, persuasão e rede de contatos, independência e autoconfiança (McCLELLAND, 1961).

Com alguns pontos divergentes, Timmons e Spinelli (2004) também apontam características presentes em empreendedores: comprometimento, liderança, visão de futuro, carisma, habilidade para resolver conflitos, obsessão por oportunidades, tolerância ao risco, à ambigüidade e à incerteza, criatividade, auto-confiança e adaptabilidade, e motivação para o êxito. Ao contrário do que se possa pensar, os empreendedores parecem ter pouca necessidade de *status* e poder, e adquirem motivação pessoal do desafio e da expectativa de criar e construir empreendimentos. Eles são movidos por uma sede de conquista, ao invés de *status* e poder puramente.

Para sintetizar, Kornijezuk (apud DEWES, 2005), em sua pesquisa sobre as características empreendedoras encontradas na literatura, identificou 49 fatores potencialmente ligados ao empreendedorismo por dezenove diferentes autores. Os fatores mencionados por mais de 50% dos autores foram inovação, busca de oportunidades, criatividade e a disposição para correr riscos. Em outra fonte comparada por este autor, a metodologia da Organização das Nações Unidas (ONU) para capacitar empresários no desenvolvimento de suas características empreendedoras, são treze as características atribuídas ao comportamento empreendedor: busca de oportunidades, iniciativa, persistência, capacidade de correr riscos calculados, exigência de qualidade e eficiência, comprometimento, busca de informações, estabelecimento de metas, planejamento, persuasão, uso de rede de contatos, independência e autoconfiança.

Empreendedores são também identificados como organizadores de incerteza; eles reconhecem e percebem oportunidades que resultam de incertezas. O comportamento empreendedor tem sido descrito como uma visão focada em inovações. Os agentes financiadores das atividades de empreendedores podem ser chamados de investidores anjo, como já mencionado. Allen e Percival (apud DEWES, 2005) definem investidores anjo como agentes alternativos que podem financiar diretamente um novo negócio, movidos por iniciativa própria, sem vínculos com programas de capital de risco. Timmons e Spinelli (2004) apontam que esse tipo de investidor é hoje provavelmente a mais importante fonte de capital para negócios e empresas emergentes nos Estados Unidos, havendo cerca de 400 mil investidores anjo em atividade naquele país. Eles geralmente foram os criadores de suas próprias fortunas, tendo experiência substancial em negócios e finanças, com diplomas de educação superior (95%) e mesmo de pós-graduação (51%). São oriundos das áreas técnicas (44%) ou de administração e economia (35%). Esses investidores informais normalmente exigem um plano de negócio da empresa que busca investimento, bem como procuram conhecer a equipe, protótipos ou desenhos de produtos e quaisquer outras informações sobre a empresa que permitam ao investidor verificar o potencial de retorno. Se o empreendedor puder escolher, ele deve selecionar um investidor que agregue, além do dinheiro, conhecimentos, aconselhamento e rede de contatos, frutos de sua experiência; uma espécie de consultor, cujos objetivos estejam em consonância com os do empreendedor.

Quando se consideram os motivos inerentes à decisão individual de começar ou se envolver em um negócio novo, surgem diferenças significativas. Segundo dados do *Global Entrepreneurship Monitor – GEM* de 2001 (REYNOLDS et al., 2002), realizada em 29 países, pouco mais da metade (54%) daqueles envolvidos em novos negócios estão buscando uma oportunidade de negócios ou por interesse pessoal, geralmente enquanto estão regularmente empregados. Essa atividade é referida como empreendedorismo de “oportunidade”, refletindo a natureza voluntária do envolvimento. Empreendedores de oportunidade têm outras escolhas à sua disposição, mas optam por começar um novo negócio partindo de uma preferência pessoal. Por outro lado, 43% alegam estarem envolvidos no negócio apenas porque não têm “melhores chances de trabalho.” Tal fato é referido como empreendedorismo de “necessidade”, refletindo a necessidade do indivíduo de possuir algum meio de sobrevivência e que a decisão de começar um negócio não é voluntária.

Obviamente, o empreendedorismo de necessidade é muito mais alto em países mais pobres. Um contexto pessoal positivo – conhecer empreendedores, poder detectar boas oportunidades de mercado e ter a capacidade de criar um negócio – tem um impacto significativo na participação em empresas *start-up*. Um contexto cultural que seja favorável ao empreendedorismo, refletido na aceitação social de carreiras empreendedoras, respeito para com o sucesso de novos negócios e cobertura positiva na mídia, tende a aumentar a participação em *start-ups* (SANTOS, 2005). Está claro que ambos os tipos de atividade empreendedora – de necessidade e de oportunidade – surgem de diferentes conjuntos de circunstâncias e podem responder de maneiras diferentes a fatores diferentes.

2.4. Teoria da Decisão

Denomina-se Teoria da Decisão o estudo dos paradigmas subjacentes à tomada de decisão e seus fundamentos analíticos (GOMES, 2007). Quando se fala em decisão, a primeira questão a ser respondida é exatamente o significado do termo. Para Gomes (2007), “decisão é o processo que leva, direta ou indiretamente, à escolha de, ao menos, uma dentre diferentes alternativas, todas estas candidatas a resolver determinado problema”. A decisão é sempre percebida em três dimensões: a) a importância, em termos de satisfação de valores; b) a velocidade exigida; e c) o grau de individualidade. A segunda questão a ser respondida é de outra natureza: por que o estudo da decisão? Duas possíveis respostas são: a) o modo de

pensar implícito no processo que é a decisão faz parte do dia-a-dia dos seres humanos; b) freqüentemente, os resultados práticos daquele modo de pensar são considerados extremamente importantes por estes.

O desempenho de alguém como tomador de decisão não depende apenas da sua inteligência; depende também do seu grau de ajustamento entre a cultura da organização na qual se toma a decisão e de seu estilo psicológico na tomada dessa atitude. A grande questão envolvida quando se evidencia tal assunto, o de tomada de decisão, é a seguinte: como tomar uma boa decisão? Como o investidor anjo toma uma boa decisão? O investidor anjo se divide em dois tipos: o isolado e a associação de anjos. No primeiro a tomada de decisão é mais isolada, enquanto na segunda ocorre de forma diferente. Nas associações de anjos as decisões costumam ser mais técnicas do que as decisões de investidores isolados. Naquele caso existem estruturas auxiliares que embasam as decisões. Essas estruturas são comitês técnicos onde os associados dividem suas experiências em diversos campos do conhecimento (estando mais próximas da seqüência citada no Quadro 03).

As decisões nem sempre são puramente racionais. Muitas vezes fatores comportamentais do empreendedor são levados em consideração, além da própria intuição do investidor anjo. Pode-se dizer que embora não haja a predominância de fatores emocionais, percepção da relação com o empreendedor e suas características se constitui num fator crucial na decisão do investimento.

Com o objetivo de se responder a estas questões que a Teoria da Decisão firmou-se no campo do conhecimento científico. Ainda assim, não é difícil perceber que uma decisão, que pode parecer excelente hoje, será amanhã passível de revelar-se catastrófica. Isso sugere que a noção do que é uma boa decisão somente vale para um cenário específico, incluídos também os valores do cliente-alvo da decisão, seja uma pessoa física, um grupo de pessoas ou uma organização.

Uma boa decisão, seguindo o consenso de estudiosos da Teoria da Decisão, normalmente abrange uma série de etapas, não necessariamente seqüenciais (GOMES, 2007). Estas podem ser vistas no Quadro 03.

Quadro 03: Construção dos passos necessários para uma boa decisão.

Etapas		Passos
1	Estruturação do Problema	Ter certeza de que se está tentando resolver o problema verdadeiro que se tem à nossa frente, e não outro problema, inexistente na realidade.
2		Pensar suficientemente sobre o problema, procurando manter distanciamento de eventuais envolvimentos emocionais, jamais tendo como verdade a opinião alheia.
3		Obter todas as informações relevantes.
4		Identificar de forma clara o que efetivamente importa, ou seja, o “núcleo duro” da decisão.
5		Considerar explicitamente os comprometimentos da natureza moral e ética.
6		Gerar o conjunto mais amplo possível de alternativas viáveis.
7		Listar os objetos da tomada de decisão, tanto quantitativos - como encontrar a solução de menor custo total possível, ou minimizar o custo total, como qualitativos – encontrar a melhor solução do ponto de vista estético.
8		Para cada um dos objetivos listados, explicitar os critérios de decisão.
9		Explicitar as conseqüências de cada alternativa com relação a cada um dos critérios de decisão, junto com uma estimativa da probabilidade de que cada uma dessas conseqüências, de fato, se materialize.
10	Análise da Decisão	Partindo-se das nove etapas anteriores, utilizar métodos analíticos para selecionar, ordenar, classificar ou descrever detalhadamente as alternativas a partir das quais se tomará a decisão.
11		Efetuar crítica dos resultados obtidos nessa décima etapa, tentando se colocar tanto na posição de quem tomará a decisão, como naquela de quem viverá as conseqüências diretas e/ou indiretas da decisão.

12	Síntese	Produzir recomendações bem objetivas para quem tomará a decisão, aqui incluídas a proposta da decisão em si e a melhor forma de implementá-la, garantindo a documentação transparente de todas as etapas, com vistas à aprendizagem organizacional. A percepção da implementação de cada uma das alternativas candidatas deverá, aliás, permear todo o processo descrito anteriormente, podendo mesmo, em muitos casos, constituir-se em um dos critérios de decisão.
----	---------	---

Fonte: Adaptado de Gomes, 2007.

As nove primeiras etapas dessas doze constituem o que se denota geralmente por “estruturação do problema”. A décima e a décima primeira constituem a “análise da decisão”, ao passo que a última etapa é a “síntese” do problema. Ao longo dessas doze etapas, Elicitam-se e repensam-se valores, alternativas, critérios, conseqüências, possíveis riscos e ralações de troca entre alternativas e critérios. É preciso dar igual atenção a cada uma das doze etapas.

2.4.1. Outros Elementos do Processo de Tomada de Decisão

Para solucionar problemas decisórios complexos, até a primeira metade do século XX, utilizava-se basicamente a esperança matemática para a tomada de decisão em condições aleatórias. O processo racional de tomada de decisão era largamente utilizado e, muitas vezes, único critério avaliador das alternativas, o que aumentava substancialmente o risco.

Atualmente, quando se pensa sobre a tomada de decisão que um investidor está prestes a realizar, não se deve acreditar que será um processo puramente racional, uma vez que a intuição e aspectos comportamentais sempre se fazem presente no seu exercício e devem ser levados em consideração. Segundo Simon (1982), reconhece-se que a racionalidade na tomada de decisão é sempre limitada por três fatores principais, inerentes a seus participantes: 1) suas capacidades cognitivas não são infinitas; 2) seus valores e suas motivações pessoais nem sempre coincidem com aqueles da organização em que nos inserimos como tomadores de decisão; e 3) seus conhecimentos do problema são geralmente parciais. Desse modo, compreende-se por que não se caminha em direção à melhor solução possível segundo todos os critérios de decisão, mas sim em direção de uma solução satisfatória.

Gomes (2007) apresenta os principais participantes envolvidos na prática na decisão de problemas e avaliação de alternativas. São eles:

- O tomador de decisão: também chamado de proprietário da decisão ou decisor, é o responsável último pela decisão a ser tomada. Pode ser a única pessoa ou um conjunto delas, e é para ele que se produz a recomendação sobre qual decisão deve-se tomar.
- O agente da decisão: é o indivíduo que, direta ou indiretamente, realiza cálculos, gera estimativas, ordena preferências e juízos de valor que se empregam ao longo da análise de decisão.
- O analista da decisão: profissional conhecedor dos fundamentos e dos métodos da Teoria da Decisão, a quem se atribui a tarefa de se administrar a estruturação do problema, sua análise e a produção de recomendações ao tomador de decisão. Pode-se também dizer que a modelagem e a resolução do problema são as atividades essenciais do analista de decisão, que constantemente, interage com os agentes de decisão e com o próprio tomador de decisão.

Na prática, o tomador de decisão costuma utilizar vários critérios simultaneamente para avaliar as diferentes alternativas, sendo alguns deles difíceis de medir no que se refere às

conseqüências não monetárias (por exemplo, o impacto socioambiental, a imagem de um produto, a qualidade, a segurança, o conforto etc.).

Na tomada de decisão pelo investidor anjo, quando em associação, consegue-se uma divisão de tarefas compatível com o descrito por Gomes (2007) o que gera uma melhor distribuição de funções aumentando o potencial da análise e da decisão em si.

3. METODOLOGIA

Primeiramente, elaborou-se um arcabouço teórico capaz de sustentar a análise do perfil do investidor anjo e apontar o seu papel para financiar projetos inovadores e com carência de recursos próprios ou de terceiros. Para tal, dividiu-se o processo de revisão bibliográfica realizada em livros, revistas, dissertações de mestrado, artigos científicos e na Internet, em quatro pontos centrais: a aplicação do capital de risco, a descrição do investidor anjo, o fomento do empreendedorismo por parte dos anjos e a estrutura da sua tomada de decisão. Alguns dados foram aproveitados de pesquisas já realizadas anteriormente, em um passado recente, porém pertinentes ao tema, se constituindo uma pesquisa secundária de dados. Desta forma, utilizou-se de meta-análise sobre os estudos sobre o perfil de investidores anjos abordado nestas pesquisas. A escolha desta metodologia que Glass (1976) chama de “análise da análise” se justifica por ser o método mais adequado para se levantar, identificar e avaliar o panorama dos estudos realizados sobre determinado assunto.

4. CONCLUSÃO

As principais conclusões advindas deste trabalho após a análise do tema foram:

A) Uma das limitações do estudo foi a pouca bibliografia achada a respeito do tema. Poucos livros e revistas tratam diretamente do assunto ou citam o investimento anjo, por este motivo, dentre outros, um novo trabalho está sendo concebido em breve, com pesquisa primária e análise de dados sobre um estudo de caso na associação de investidores anjos localizada no estado de São Paulo, a São Paulo Anjos.

B) Este tipo de financiamento e fomento ao empreendedorismo no Brasil ainda está bem no início, se constituindo um conceito de fronteira do conhecimento, pois até o final do ano de 2007, apenas duas associações formalmente constituídas (excluindo iniciativas pessoais e isoladas) figuravam no cenário nacional: a Gávea Angels, localizada no Rio de Janeiro (contando com aproximadamente sete associados) e a São Paulo Anjos, na cidade de São Paulo (contando com cerca de 42 associados). Parece que outras duas associações estão sendo formadas este ano, uma no estado da Bahia e outra em Santa Catarina.

C) Os investidores anjos têm como perfil o seguinte: sexo masculino, entre 45 e 50 anos, pós-graduados, dispostos a gastar até R\$ 100.000,00 por empreendimento, comprometendo uma pequena parte de seus ativos, menos de 10%. Gostam de arriscar-se em um ou dois investimentos por ano, esperam ter uma taxa média anual de retorno do investimento em torno de 50% e o seu tempo esperado de retorno do investimento é em torno de seis anos. A participação acionária desejada é em torno de 30% e suas principais motivações para investir são: apoiar o empreendedorismo e ter retorno financeiro e diversificação do portfólio de investimentos.

D) Os investidores anjos têm predileção por investimentos que gerem inovação tecnológica. É uma das principais conseqüências da viabilização de um projeto, além da geração de novas tecnologias (que particularmente eles caracterizam como radicais) é a geração de renda para a sociedade e para o país e a criação de empregos, diretos e indiretos.

E) Em um primeiro momento, as preocupações e expectativas dos investidores anjo são a aplicação de seu capital em atividades e projetos onde possa ter um retorno significativo, também não foi registrada nenhuma preocupação primária com a filantropia e ações sociais assistencialistas, apesar dos anjos serem oriundos de organizações com intensa preocupação com e responsabilidades no cumprimento de seu papel social.

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

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BNDES. *Fundos de Investimento Mútuos Fechados*. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/mercado/fundos_investimento.asp>. Acesso em 20. mar.08.

BOSMA, N e HARDING, R. 2006. *Global Entrepreneurship Monitor: 2006 Results*. [S.l.]. London. 2006.

BOTELHO A. J.; DIDIER, D.; HOCHMAN, N.; RODRIGUES, M V R.. *Impulsionando o take-off da inovação no Brasil: O Investidor Anjo*. 2006. Disponível em <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=149&cod_evento_edicao=10&cod_edicao_trabalho=5734>. Acesso em 14.jun.08.

CARRIERE, S. R. 2006. *Best Practices in Angel Groups and Angel Syndicalization*. London: NESTA, Jan.2006.

DEWES, M. 2005. *Empreendedorismo e Exportação no Setor de Desenvolvimento de Software: Características de Empreendedores e Empresas*. Dissertação (Mestrado em Administração) Escola de Administração. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2005. Disponível em <http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/004042.pdf>. Acesso em 03.jul.08.

EWING MARION KAUFFMAN FOUNDATION. *Angels Best Practices*. 2002.

GASPAR, F. A. C. 2001. *O Estudo do Empreendedorismo e a Relevância do Capital de Giro*. s.l.: Organización Estategia, 2001.

GLASS, G. V. Primary, Secondary, and Meta-Analysis of Research. *Educational Research*, v. 5, nº 10, p. 3-8, Nov. 1976.

GONÇALVES, A. *Programa New Ventures Brasil I Fórum de Investidores em Negócios Sustentáveis, 2004*, São Paulo. Disponível em http://www.new-ventures.org/docs/Brazil%202004/AlvaroGoncalves_ABCR_291104.ppt. Acesso em 11.nov.07.

GOMES, L. F. *Teoria da Decisão*. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

KAPLAN, S. N. e STROMBERG, P. 2000. *How Do Venture Capitalists Choose Investments?* Aug de 2000. Disponível em <http://www.hec.fr/hec/fr/professeurs_recherche/upload/seminaires/71.pdf>. Acesso em 30.jun.08.

- MATIAS, A. B. 2007. *Finanças corporativas de longo prazo, volume 2: criação de valor com sustentabilidade financeira/CEPEFIN*. São Paulo: Atlas, 2007.
- MAULA, M., AUTIO, E. e ARENIUS, P. *What drives micro-angel investments? A large sample study of the factors explaining micro-angel investments*. 2003. Disponível em: <<http://jobfunctions.bnet.com/thankyou.aspx?&docid=171713>> . Acesso em 20.mai.08.
- MCCLELLAND, David. *The Achieving society*. New York: VanNostrand, 1961.
- MIT Entrepreneurship Center. *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. [S.l.:s.n.] 2000.
- NETO, R. *A Inclusão da Micro, Pequena e Média Empresa no Mercado Brasileiro de Valores Mobiliários. Monografia (Pós-graduação em Regulação do Mercado de Capitais) Universidade Federal do Rio de Janeiro*, 2005. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Raul_Fernando_Portugal_Neto.pdf>. Acesso em 03.jul.08.
- QUESADA, Charo. *BID América: Os Anjos descerão sobre a América Latina?*. Disponível em <<http://www.iadb.org/idbamerica/index.cfm?thisid=3587>>. Acesso em 04 .jul.08.
- RESEARCH KAUFFMAN FOUNDATION. *Business Angel Investing Groups Growing in North America*. [S.l.:s.n.], 2002. Disponível em <<http://www.kauffman.org/items.cfm?itemID=323>>. Acesso em 20.mai.08.
- REYNOLDS, P. D.; CAMP, S. M.; BYGRAVE, W. D.; AUTIO, E.; HAY M. *Global Entrepreneurship Monitor, 2001 Summary Report*. London Business School and Babson College, 2002.
- ROMILDA, T. *Educação à Distância*. 2006. Acesso em 24.abr.08.
- ROSENBERG, W e SOHL, J. E. *The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments*. Journal of Private Equity. 2003, Vol. 6, pp. 7-17.
- SANTOS, S. A., et al (org.). *Empreendedorismo de Base Tecnológica: evolução e trajetória*. Maringá: UNICORPORA, 2005.
- SILVEIRA, A.; GONÇALVES, G.; BONELI, J.; CASTRO, E.; BARBOSA, P.; VILLENA, D. *Empreendedorismo: a Necessidade de se Aprender a Empreender*. Disponível em <http://www.novomilenio.br/foco/2/artigo/artigo_daniele.pdf>. Acesso em 04.jul.08.
- SIMON, H. *Models of Bounded Rationality*. Cambridge: The MIT Press, 1982. 3v.
- Sohl, Jeffrey. *The angel Investor Market in 2006:: The Angel Market continues steady growth*. Center of Venture Research. 2007. Disponível em: <<http://unhinfo.unh.edu/news/docs/2006angelmarketanalysis.pdf>> Acesso em: 07.jun.08.
- TIMMONS, J. A.; SPINELLI, S. *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. Boston: Irwin McGraw Hill, 6 ed., 2004
- TITERICZ, R. 2003. *Caracterização dos Fundos de Investimento em Capital de Risco Brasileiros*. Dissertação. (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade de Santa Catarina. Florianópolis: [s.n], 2003.
- VALOR FINANCEIRO ESPECIAL - PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. São Paulo: Valor Econômico. 2007
- WILTBANK, R. e BOEKER, W. *Returns to Angel Investors in Groups*. [S.l.] : Ewing Marion Kauffman Foundation, 2007. Disponível em <http://www.kauffman.org/pdf/angel_groups_111207.pdf> Acesso em 15.jan.08.

WONG, A. *Angel Finance: The Other Venture Capital*. [S.l: s.n.]. 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941228#PaperDownload> Acesso em 30. jun.08.