

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

JEAN LEONARDUS CARIS

DISSERTAÇÃO

**RELACIONAMENTO INVESTIDOR
INFORMAL/EMPREENDEDOR NO BRASIL: ESTUDO
DE CASOS**

Rio de Janeiro
2006

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Jean Leonardus Caris

RELACIONAMENTO INVESTIDOR INFORMAL/EMPREENDEDOR NO
BRASIL: ESTUDO DE CASOS

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Cesar Gonçalves, Ph. D.

Rio de Janeiro
2006

A minha família
A Camila Pires Alves,

AGRADECIMENTOS

Gostaria de registrar os meus sinceros agradecimentos a algumas pessoas cujo convívio foi essencial para a realização desta dissertação.

Agradeço ao meu orientador, Cesar Gonçalves pela assistência e orientação durante o processo de desenvolvimento do trabalho.

Agradeço a Ursula Wetzel, pelo apoio e incentivo durante, não só o desenvolvimento da dissertação, mas também em todo o período do mestrado.

Ao professor Antonio Botelho, pelo auxílio na busca de contatos e pelas relevantes discussões acerca do tema investimento informal no Brasil.

Aos meus queridos companheiros de classe, que além de participarem do processo de construção do conhecimento desses últimos dois anos, tornaram-se amigos que espero carregar pelo resto da vida.

Um agradecimento especial a Camila, minha companheira, pelo envolvimento e participação em todos os momentos felizes e complicados desses anos de estudo.

Por fim, um muito obrigado aos meus pais e irmãos, que com muita paciência, sempre estiveram ao meu lado.

RESUMO

Cada vez mais, o desenvolvimento de pequenas e médias empresas de base tecnológica ganha força no debate econômico de estados e governos. No Brasil, apesar da alta relevância do setor, novos negócios apresentam elevadas taxas de falência, sendo algumas das causas a falta de planejamento e a incapacidade de serem financiados. Nesse cenário, uma alternativa possível para os empreendedores é o chamado investidor informal ou “anjo”. Investidor informal é aquele indivíduo que investe em empresas nascentes, agregando, além do capital, *know-how* e redes de relacionamento. O objetivo desta dissertação é investigar o investidor “anjo” brasileiro, identificando como o relacionamento investidor/empreendedor é desenvolvido. Através da análise de quatro casos, o estudo conclui que para se entender esse relacionamento, é fundamental a compreensão da maneira como este é construído, desde o início do processo até o pós-investimento. Questões como preparação dos empresários para receber o aporte financeiro, pleno conhecimento do conceito de “anjo”, empatia entre os agentes e uma participação ativa do investidor - na modelagem do negócio, na busca de recursos financeiros, na formulação de estratégias, entre outros - demonstraram ser essenciais para se chegar ao sucesso nos investimentos informais.

Palavras-chave: Empreendedorismo, Financiamento de Novos Negócios e Investimento Informal.

ABSTRACT

The development of small and medium technological companies has been widely debated in states and governments. Despite the relevance of this sector in Brazil, new businesses have high rates of failure, specially caused by financial and management problems. In this context, an informal investor or “angel” is a possible alternative for entrepreneurs. Informal investor is an individual who invests in new companies, adding financial resources, know-how and network. The purpose of this study is investigate the Brazilian angel, analyzing important aspects of the relationship between investor and entrepreneur. Through the analysis of four cases, the study conclude that to understand this relationship, is fundamental the analysis of all the phases involved– screening, evaluation, negotiation and post-investment. Aspects like: preparation of entrepreneurs to receive the capital, the comprehension of the concept, empathy between the agents and an active involvement by the investor – in modeling the business, in searching for money, in strategic planning, and others – proved to be essential for a success experience by informal investment.

KeyWords : Entrepreneurship, New Business Financing and Informal Investment

Sumário

1. Introdução	6
1.1. Tema e Problema da Pesquisa.....	6
1.2. Pergunta da Pesquisa.....	7
1.3. Objetivo	8
1.4. Relevância do Estudo	8
1.5. Justificativa.....	11
1.6. Delimitação do Estudo.....	12
1.7. Estrutura do Trabalho	13
2. Empreendedorismo e o Processo Empreendedor	15
2.1. O que é empreendedorismo?	15
2.2. O Processo Empreendedor.....	20
<i>A identificação de Oportunidades</i>	20
<i>Avaliação da Oportunidade</i>	22
<i>Desenvolvimento (exploitation) do Negócio</i>	23
2.3. O Crescimento da Firma	24
3. O Investidor informal no Brasil e no mundo	29
3.1. Financiamento Empreendedor.....	30
3.2. Investidor Informal – Definição	33
3.3. Etapas do Investimento Informal	35
3.4. O papel do governo na promoção de investimento informal.....	48
3.5. Investimento Informal no Brasil.....	52
3.6. Modelo Conceitual.....	57
4. Metodologia.....	57
4.1. Tipo de pesquisa.....	58
4.2. Seleção dos casos estudados.....	60
4.3. Coleta de dados.....	61
4.4. Análise e interpretação dos dados.....	63
4.5. Limitações.....	64
5. Descrição e Análise dos Casos	65
Caso 1: Profit – TI.....	65
Caso 2: MHW	78
Caso 3: NetQuant.....	91
Caso 4: Novo-Cell	98
Análise e Discussão	111
6. Considerações Finais	133
Bibliografia.....	140
ANEXO 1: Questionários	145
ANEXO 2: Formas de Financiamento Empreendedor.....	150
ANEXO 3: Descrição detalhada dos serviços e produtos dos casos analisados.....	152

1. Introdução

1.1. Tema e Problema da Pesquisa

O início do século XXI vem consolidando um novo padrão sócio-econômico-político que tem caracterizado a chamada Era do Conhecimento ou Economia do Aprendizado¹. O avanço das tecnologias de informação e comunicação transforma o modo como o ser humano aprende, produz, trabalha e se diverte. Os mercados se tornaram mundiais, a competição inevitável e a inovação um imperativo para aquelas organizações que pretendem sobreviver.

Neste contexto, um dos temas que ganha força na literatura das ciências sociais é o *empreendedorismo*. O Brasil se encontra totalmente inserido nesse paradigma. De acordo com o GEM (2004)², somos o sétimo país mais empreendedor do mundo, com uma relevante participação do chamado “empreendedorismo de oportunidade”.

Dentre as diversas áreas que envolvem o empreendedorismo, podemos destacar a criação e desenvolvimento de empresas de alta tecnologia³, ou empresas de conhecimento. Segundo dados do panorama da Associação Brasileira de Empresas Incubadas (ANPROTEC) 2004⁴, o país possui 3.600 pequenas empresas de base tecnológica, além de mais de 200 incubadoras.

Apesar da alta relevância deste setor na economia do país, pesquisas demonstram que ainda é

¹ “Economia do Aprendizado é a economia onde a habilidade de aprender é crucial para o sucesso econômico de indivíduos, firmas, regiões e estados. “Aprendizado” refere-se a construção de novas competências e estabelecimento de novas habilidades, e não apenas o acesso a informação”. (OCDE 2000, citado em Lundvall e Johnson - 2000).

² O projeto GEM – Global Entrepreneurship Monitor – foi criado em 1997 como uma iniciativa conjunta entre Babson College e a London Business School com o objetivo de monitorar a situação do empreendedorismo em mais de três dezenas de países, o Brasil inclusive.

³ O conceito de empresa de alta tecnologia utilizado nessa dissertação será abordado logo em seguida, na delimitação do estudo.

⁴ Site: www.anprotec.org.br. Acesso em julho de 2005.

muito difícil para novas empresas tecnológicas sobreviverem, sendo algumas das causas de falência a falta de planejamento e *know-how* do negócio e a incapacidade de financiamento (Maculan, 2002).

Nesse tortuoso cenário, uma alternativa possível para os novos empreendedores é o chamado investimento informal ou “anjo”. Investidor informal é aquele indivíduo (ou grupos de indivíduos) que possui recursos excedentes para investir em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (Mason-Harrison, 1999). Além do capital, o investidor compartilha seus conhecimentos técnicos, advindos de anos de experiência no mercado de trabalho, e suas redes de relacionamento. O telefone de Grand Bell, a máquina fotográfica de Eastman, os carros de Ford, e mais recentemente, o *Google* são apenas alguns dos exemplos desse tipo de investimento.

O Brasil possui esse perfil de investidor há um bom tempo, porém carece de estudos específicos ao tema. Investigar o mercado de investimento informal no Brasil, sob o prisma do relacionamento investidor/empreendedor, é o foco da presente dissertação.

1.2. Pergunta da Pesquisa

A pergunta da pesquisa pode, então, ser expressa como: como se desenvolve o relacionamento entre investidor informal e empreendedor no Brasil?

1.3. Objetivo

Segundo Feeney *et al* (1999), o processo de investimento informal pode ser dividido em quatro etapas: 1) procura por oportunidades de negócio, 2) seleção da oportunidade, 3) negociação e fechamento de contrato e 4) participação pós-investimento. O objetivo desta dissertação será analisar o investimento informal no Brasil, entendendo como se desenvolve uma relação investidor/empreendedor. Buscar-se-á responder as seguintes questões:

- a) Como o relacionamento investidor/empreendedor é construído nas três etapas iniciais do investimento informal?
- b) Quais recursos são compartilhados pelos investidores durante a etapa de pós-investimento?
- c) Como esses recursos são compartilhados? Como ocorre o fluxo de informação entre o investidor e o empreendedor?

1.4. Relevância do Estudo

Pequenas e Médias empresas tecnológicas têm conquistado um espaço cada vez mais central nas sociedades modernas. O fim do industrialismo e o início da acumulação flexível⁵ consolidaram o papel dessas empresas como geradoras de emprego. Conforme afirma Gorgulho (1996), as PME apresentam algumas vantagens inovativas em relação a empresas maiores, que as tornam importantes geradoras de inovações em determinados setores, influenciando diretamente o dinamismo tecnológico da economia.

⁵ Ver Harvey (1996).

Apesar de possuírem vantagens inovativas de ordem comportamental, como maior capacidade de resposta e adaptabilidade aos requisitos de mercado, PME possuem desvantagens de ordem material, como carência de recursos técnicos, gerenciais e principalmente financeiros (Gorgulho, 1996).

Passada a abertura do novo negócio, em que geralmente são utilizados recursos financeiros do próprio empreendedor e de familiares próximos, a empresa precisa realizar investimentos para se estabelecer no mercado. O problema é que, se por um lado, os recursos gerados internamente ainda não são suficientes, por outro, fontes externas são de difícil acesso.

No que tange ao mercado de capitais, este é focado em empresas mais desenvolvidas. Até nos mercados de acesso, como o mercado de balcão, o tamanho é um restritivo. No caso de mecanismos de financiamento tradicional, como bancos, as contrapartidas em termos de garantias reais passam a ser os impeditivos. Pela sua natureza inovadora, essas empresas geralmente possuem como principal ativo recursos intangíveis que não são levados em consideração no momento de uma análise de crédito. Mesmo no caso onde acionistas possuam garantias a oferecer, as condições de financiamento tendem a ser problemáticas devido às elevadas taxas de juros e aos curtos prazos de carência ocasionados pelo alto risco envolvido na operação.

Neste sentido, uma das alternativas do empreendedor tecnológico passa a ser o chamado investidor informal ou “anjo”. Para se ter uma idéia da relevância desse segmento, segundo a Associação Nacional de *Venture Capital* dos Estados Unidos, existem no seu país mais de 400.000 anjos ativos, investindo mais de US\$40 bilhões em 50.000 novos negócios. Na verdade, investidores informais constituem a principal fonte de financiamento para PME

tecnológicas (Wetzel, 1983, Mason & Harrison, 2002). O próprio Relatório Financeiro do GEM (2004)⁶, enfatizou que de uma maneira geral, o financiamento por empreendedores e investidores aumentou 3,5% em relação ao PIB das nações analisadas em 2004, enquanto o *venture capital* cresceu apenas 0,1%.

No Brasil, o problema de financiamento do empreendedorismo tecnológico é crônico. Conforme o estudo de Lemos com empresas incubadas (1998), 75% apresentavam dificuldades de financiamento. Apesar dessa situação, o investimento informal já exerce um papel central.

Em 2002, a ANPROTEC incluiu o investidor anjo como alternativa de financiamento na sua pesquisa anual junto às empresas incubadas. De acordo com a entidade⁷, em 2002 o investimento informal representou mais de ¼ dos investimentos recebidos pelas empresas incubadas e mais de quatro vezes o investimento de firmas de *venture capital*. Naquele ano, o investimento anjo foi a fonte de financiamento mais importante para empresas incubadas no Brasil.

Outros indicativos do aumento da importância do tema foram; a criação do primeiro grupo de investidores anjos do Brasil⁸ e a realização da primeira jornada de investimento anjo no país,

⁶ O Relatório Financeiro GEM 2004 é um documento que busca identificar o estado do financiamento de empreendedores e novos negócios no mundo. Este é baseado nas pesquisas do Global Entrepreneurship Monitor 2004, e de alguns anos anteriores. Todo o trabalho foi desenvolvido pelos mesmos coordenadores do GEM, Babson College e a London Business School.

⁷ Site: www.anprotec.org.br. Acesso em julho de 2005.

⁸ A Gávea Angels foi fundada no início de 2003. É uma associação privada, sem fins lucrativos, constituída por um número limitado de associados, pessoas físicas e jurídicas, com o propósito de promover o desenvolvimento de empresas nascentes localizadas na região metropolitana do Rio de Janeiro. A Organização tem por objetivo facilitar o acesso dessas empresas aos capitais financeiro e humano de que necessitam em sua fase inicial de crescimento.

que ocorreu em 2004, na Puc Rio, com a participação de mais de 50 anjos do Brasil e do mundo.

Além disso, é importante ressaltar o potencial de crescimento do mercado de investidores informais no Brasil. Se adotarmos a definição de anjos da Securities and Exchange Commission⁹ (SEC), que os coloca como indivíduos que possuem mais de 1 milhão de dólares em ativos financeiros ou ganham uma renda anual acima de US\$ 200 mil, o Brasil possui mais de 80.000 investidores potenciais¹⁰, indicando ótimas perspectivas para a consolidação do mercado.

1.5. Justificativa

Abordada a relevância do estudo, é importante justificar o “por quê” de seu foco no relacionamento investidor/empreendedor no Brasil.

Apesar da importância do investimento anjo, o conhecimento do tema ainda é muito limitado e pouco entendido. Poucos acadêmicos estudaram “anjos”, em parte devido à dificuldade de se obter informação. A falta de pesquisa leva a várias perguntas não respondidas (Wong, 2002). Uma das limitações dos estudos é o foco no investidor, ao invés do processo de investimento, das características do acordo e, até mesmo, do negócio investido (Mason & Harrison, 1996).

⁹ Site: www.sec.com. Acesso em julho de 2005.

¹⁰ De acordo com uma pesquisa da Merrill Lynch e Capgemini, o número de brasileiros como mais de US\$ 1 milhão em ativos financeiros cresceu 6% em 2003 chegando a 80.000 investidores. (Altamiro Silva Júnior, “Número de milionários cresce 6%,” Gazeta Mercantil, Quarta-feira, 16 de junho de 2004: B-1).

Na presente dissertação buscar-se-á uma análise do processo de investimento em si, identificando as perspectivas do investidor e do empreendedor. O resultado da análise possibilitará um melhor direcionamento de políticas públicas de fomento e apoio ao investimento informal no Brasil. Diversos países adotam tais políticas e o Brasil já inicia um movimento nessa direção, corroborando a importância de se aprofundar os conhecimentos do tema¹¹.

Além disso, desmistificar o relacionamento investidor/empreendedor possibilitará um melhor entendimento do mercado por parte dos próprios investidores e empreendedores que possivelmente participarão de investimentos. Os custos de transação, ou seja, os custos de busca e análise de oportunidades desse mercado são extremamente elevados (Wetzel, 1981), assim, quanto maior a informação de ambas as partes envolvidas, maiores as possibilidades de novos negócios.

1.6. Delimitação do Estudo

O presente estudo foi desenvolvido com base na análise de casos brasileiros de investimentos informais em pequenas empresas de base tecnológica.

Conforme afirma Gonçalves & Ribeiro (1999), a definição de empresas de cunho tecnológico é complexa. Na verdade, existem diversos fatores que determinam se uma organização é ou não de alta tecnologia. Para fins de simplificação, define-se empresa tecnológica com base em dois fatores citados no modelo proposto pelos autores, são eles: a empresa deve ter uma

¹¹ Em julho de 2005, durante o 12º Fórum Brasil Capital de Risco, um novo programa da FINEP foi apresentado. O projeto vai investir R\$ 300 milhões em empresas nascentes de base tecnológica. O Inovar Semente, pretende apoiar cerca de 340 empreendimentos em seis anos (www.venturecapital.com.br)

preocupação constante com o desenvolvimento de novos produtos e processos e possuir uma estrutura organizacional flexível capaz de suportar a estratégia de inovação.

É importante ressaltar que, apesar da discussão dos casos, abordar todas as etapas do processo de investimento informal - procura por oportunidades de negócio, seleção da oportunidade, negociação e fechamento de contrato e participação pós-investimento - o foco do trabalho, ou seja, o aprofundamento da análise será dado na a etapa de pós-investimento, onde a relação investidor/empreendedor se consolida.

1.7. Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está dividido em seis capítulos. O primeiro trata da parte introdutória, apresentando tanto os aspectos relativos ao tema, ao objetivo e a relevância, bem como as justificativas e delimitações do estudo.

O segundo capítulo constrói as bases sobre as quais as discussões serão desenvolvidas. O conceito de empreendedorismo é definido. Em seguida, alguns aspectos do processo empreendedor são abordados, assim como questões ligadas ao crescimento das firmas.

O capítulo três contempla a discussão da literatura sobre investimento informal. Inicialmente, é definido investimento “anjo”. Posteriormente, são discutidas especificidades da relação investidor/empreendedor, assim como o papel do governo na promoção deste mercado. Por fim, alguns aspectos relacionados ao caso brasileiro são abordados.

O quarto capítulo é relativo à metodologia utilizada na pesquisa. O quinto contempla a descrição e análise e discussão dos casos estudados e, finalmente, o capítulo seis apresenta as considerações finais da pesquisa, indicando algumas sugestões para estudos futuros.

Ao término deste trabalho, em anexo, encontram-se os questionários utilizados.

2. Empreendedorismo e o Processo Empreendedor

Antes de iniciar a revisão sobre a literatura de investimento informal no Brasil e no mundo, é importante construir as bases de pensamento sobre as quais a discussão será delineada. O objetivo do presente capítulo será entender o conceito de empreendedorismo, o processo empreendedor e como ocorre o crescimento da firma.

Inicialmente, serão analisadas as diversas correntes que se formaram ao longo dos anos na pesquisa de empreendedorismo, enfatizando-se a definição que será utilizada nesta dissertação. Em seguida, será feita uma discussão sobre as etapas do processo empreendedor – descoberta, avaliação e desenvolvimento de oportunidades - e suas interações. Por fim, serão analisados aspectos relacionados ao crescimento da firma, buscando entender alguns condicionantes de sucesso de novos negócios.

2.1. O que é empreendedorismo?

A palavra empreendedor possui origem francesa e quer dizer aquele que assume riscos e começa algo novo. Segundo Dornelas (2001), o primeiro exemplo de empreendedorismo pode ser creditado a Marco Pólo, que tentou estabelecer uma rota comercial para o Oriente. Como empreendedor, Marco Pólo assinou um contrato com um homem que possuía dinheiro para vender as mercadorias deste. Enquanto o capitalista era alguém que assumia riscos de forma passiva, o aventureiro empreendedor exercia papel ativo, correndo todos os riscos físicos e emocionais.

Ainda segundo o autor, foi Richard Cantillon, importante escritor e economista do século XVII, que criou o termo empreendedorismo, tendo sido um dos primeiros a diferenciar o empreendedor – aquele que assumia riscos – do capitalista – aquele que fornecia capital.

A partir de então, surgiram diversas definições para empreendedorismo. De acordo com Schumpeter (1949, *apud* Dornelas, 2001), um dos teóricos mais respeitados sobre o tema, o empreendedor é aquele que destrói a ordem econômica existente pela introdução de novos produtos e serviços, pela criação de novas formas de organização ou pela exploração de novos recursos naturais. Já na visão de Davidson (2004), empreendedorismo são posturas competitivas que direcionam o mercado.

Têm-se ainda, o conceito adotado pelo modelo GEM (Relatório Final 2003), que considera empreendedorismo como sendo “qualquer tentativa de criação de um negócio ou novo empreendimento, como por exemplo, uma atividade autônoma, uma nova empresa, ou a expansão de um empreendimento existente, por um indivíduo, grupo de indivíduos ou empresas já estabelecidas” (p.4).

Conforme observa Filion (1999), o desenvolvimento do empreendedorismo como disciplina não seguiu padrão semelhante ao de outras disciplinas. Um grande número de pesquisadores, cada um usando cultura, lógica e metodologia estabelecidas em graus variados em seus próprios campos de estudo, começou a se interessar e a trabalhar no campo do empreendedorismo e de pequenos negócios. Ou seja, os pesquisadores acabaram conceituando o termo usando suas próprias premissas.

Para se ter uma idéia da dimensão do tema na literatura, mais de mil publicações surgem anualmente no campo do empreendedorismo, em mais de 50 conferências e 25 revistas especializadas. Áreas de especialização têm sido criadas, incluindo: inovação e criatividade, crescimento de empresas, desenvolvimento econômico, auto emprego e microempresas, empreendedorismo corporativo, entre outras (Filion, 1999).

Segundo o autor, os primeiros estudiosos a trabalhar o tema foram os economistas. Para estes, empreendedorismo estaria associado com inovação e desenvolvimento econômico. Os empreendedores eram pessoas que aproveitavam as oportunidades com a perspectiva de obterem lucros, assumindo os riscos inerentes ao negócio. Seriam os agentes de mudança na economia. Jean Baptiste Say, com seus trabalhos realizados no início do século XIX, é considerado o pai do empreendedorismo, pois foi o primeiro a lançar os alicerces do campo de estudo.

Uma crítica aos economistas é que estes não têm sido capazes de criar uma ciência do comportamento dos empreendedores. A recusa dos economistas neoclássicos em aceitar modelos não-quantificáveis demonstra claramente os limites dessa ciência para o empreendedorismo. Por isso, a contribuição dos comportamentalistas deve ser também considerada.

Os comportamentalistas atribuem aos empreendedores as características de criatividade, persistência, internalidade e liderança. Para Filion (1999), um dos primeiros autores desse grupo a mostrar interesse pelos empreendedores foi Max Weber (1930). Ele identificou o sistema de valores como o elemento fundamental para a explicação do comportamento empreendedor.

O objetivo dos comportamentalistas era definir quem são os empreendedores e as suas características. Inúmeras publicações descreveram uma série de características atribuídas aos empreendedores, conforme o Tabela 1 abaixo:

Tabela 1: Características dos Empreendedores

CARACTERÍSTICAS DOS EMPREENDEDORES	
Inovação	Necessidade de Auto realização
Liderança	Autoconsciência
Riscos moderados	Autoconfiança
Independência	Envolvimento no longo prazo
Criatividade	Tolerância a incerteza
Energia	Iniciativa
Tenacidade	Capacidade de Aprendizagem
Originalidade	Habilidade de utilização de recursos
Otimismo	Sensibilidade a outros
Orientação para resultados	Agressividade
Flexibilidade	Tendência a confiar nas pessoas
Habilidade de Conduzir Situações	Dinheiro como medida de desempenho

Fonte: Filion (1999) – Revista de Administração, São Paulo v.34 p.11 abril/junho 1999

Baseadas nessas características, diversas tipologias foram desenvolvidas para auxiliar a compreensão do comportamento geral dos empreendedores. Apesar dessas tipologias terem a sua importância reconhecida na academia, Filion (1999) afirma que até agora não foi possível estabelecer um perfil psicológico absolutamente científico do empreendedor. Como razões,

são citadas as diferenças nas amostragens e as variações na conceituação do próprio termo empreendedor.

Nos anos 80, o campo do empreendedorismo cresceu ainda mais e espalhou-se por quase todas as ciências humanas e gerenciais. Diferentemente do que acontecia até então, o estudo do empreendedorismo passou a privilegiar o processo de criação e desenvolvimento das organizações e não mais o indivíduo em si. Gartner (1988, *apud* Naffziger, Hornsby & Kuratko, 1994) propõe a mudança de direção, isto é, ao invés de estudar o perfil do empreendedor, o foco deve ser no processo, especialmente na interação entre o indivíduo e o ambiente.

Anos mais tarde, Gartner, Shaver & Gatewood (2000) comprovam esta visão de forma empírica. Através de uma comparação de empreendedores com não-empreendedores, os autores demonstraram que não existem grandes diferenças entre esses dois tipos de indivíduos com relação à escolha de carreira, ou melhor, sua personalidade.

Na presente dissertação, empreendedorismo será definido com base nessa perspectiva processual, mais especificamente, a abordagem de Shane & Venkataraman (2000). Segundo os autores, empreendedorismo é a pesquisa de como, por quem e com que efeitos, oportunidades de criar novos produtos e serviços são descobertas, avaliadas e desenvolvidas. Ou seja, o estudo deve focar na interação dos indivíduos empreendedores com o ambiente, analisando suas ações de descoberta, avaliação e desenvolvimento de oportunidades.

2.2. O Processo Empreendedor

Conforme descrito anteriormente, o processo empreendedor será analisado nesta dissertação em três etapas: descoberta, avaliação e desenvolvimento da oportunidade.

A identificação de Oportunidades

O estudo sobre identificação de oportunidades é, possivelmente, o mais pesquisado se comparado com as outras duas etapas do processo empreendedor. Diversos autores exploraram o tema, gerando uma série de abordagens distintas.

Segundo Shook, Priem & McGee (2003), alguns autores trabalham com o conceito de “intenção empreendedora”. Os modelos baseados na intenção de empreender afirmam que o processo de criação de um negócio é antecedido pelo desenvolvimento de intenções de virar empreendedor. Os estudos empíricos focaram nas percepções individuais de viabilidade, desejo pessoal e suporte social como determinantes de “intenções empreendedoras”. Para Shook *et al.* (2003), a grande crítica a essa abordagem consiste na falta de definição clara do tema.

Por outro lado, Shane & Venkataraman (2000) afirmam que existem duas categorias de fatores que influenciam a probabilidade de uma pessoa identificar uma oportunidade específica: a) a **posse de informação** para a identificação da oportunidade - todo o ser humano possui diferentes níveis de informação e esta influencia sua habilidade de reconhecer oportunidades e b) **propriedades cognitivas** para avaliá-las - capacidade de enxergar a utilidade daquela oportunidade.

O trabalho de Davidsson & Honig (2003) adota a perspectiva de que a posse de informação interfere no processo de identificação de oportunidade. Em seu estudo com a população adulta da Suécia, onde foram comparados indivíduos que estavam no processo empreendedor com aqueles que não estavam, os autores identificaram três fatores que interferem no processo de identificação de oportunidades:

- Capital humano - mais especificamente educação e experiência anterior em desenvolvimento de novas empresas;
- “*Bonding social capital*” – são os laços fortes, como família e amigos que incentivam a abertura de um negócio;
- “*Bridging social capital*” - laços fracos, como *business networks*, associações, etc.

Com relação às propriedades cognitivas, Gaglio & Katz (2001) apresentam uma teoria do processo cognitivo de identificação de oportunidades, utilizando o conceito de *alertness*. O conceito da habilidade conhecida como *alertness* tem sua origem nos trabalhos de Kirzner (1973, 1979, 1985) que definiu a palavra de duas formas: a habilidade de perceber sem procurar a oportunidade que ninguém consegue enxergar e a propensão motivacional de um homem em formular uma imagem do futuro.

Em outras palavras, empreendedores *alert*, se comparados com outros atores da economia, são dotados de uma melhor visão da realidade, pois possuem uma sensibilidade maior e conseguem enxergar implicações e conseqüências para determinados eventos do cotidiano, como alterações macro e micro econômicas.

Dentro desta mesma abordagem, Ardichvili, Cardozo & Ray (2003) também desenvolvem uma teoria e identificam uma série de fatores que influenciam o *alertness* empreendedor, tais como:

- Traços pessoais, como criatividade e otimismo;
- Rede social, laços fracos, círculos de amizade (pessoas com as quais o empreendedor possui relacionamentos de longo prazo);
- Conhecimento inicial: este conhecimento é proveniente da área de interesse pessoal (em que o aprendizado ocorre devido à dedicação) e da experiência profissional;
- Conhecimentos gerais de mercado e dos consumidores;

Por fim, com uma abordagem complementar às apresentadas anteriormente, Jack & Anderson (2002) argumentam haver a necessidade de se entender o contexto social para depois analisar o empreendedor. Os autores utilizam o conceito de *embeded* que envolve o entendimento da natureza da estrutura social, a re-arrumação dessa estrutura e a formação de novos laços e a manutenção dessas relações. Assim, *embedding* faz com que empreendedores reconheçam e realizem oportunidades. Ou seja, a identificação de oportunidades é condicionada à dinâmica do empreendedor e à estrutura social onde este se encontra.

Avaliação da Oportunidade

Segundo Shane & Venkataraman (2000), a análise sobre o desenvolvimento de oportunidades dependem de dois fatores. 1) **Natureza da oportunidade** – as características da oportunidade influenciam o desejo das pessoas em desenvolvê-las. O empreendedor precisa acreditar que o valor esperado da oportunidade vai compensar o custo, a falta de investimento e tempo e o risco de incerteza. 2) **Diferenças individuais** – pessoas avaliam uma série de aspectos de

forma individual, como: sua capacidade de obter recursos, sua experiência anterior, suas percepções individuais e visões otimistas e sua necessidade de lócus de controle e conquistas.

Corroborando com essa perspectiva, Bhave (1994) afirma que a avaliação será feita a partir do alinhamento do conhecimento do empreendedor, suas habilidades, experiência e recursos com as necessidades do mercado.

Shook, Priem & McGee (2003) ainda adicionam mais duas questões envolvendo a decisão de desenvolver o negócio: atributos psicológicos e processos cognitivos. Dentre os atributos psicológicos relevantes destacam-se a propensão ao risco, motivações e atitudes. Já os processos cognitivos privilegiam o processo de decisão em si e os possíveis vieses do empreendedor.

Desenvolvimento (exploitation) do Negócio

De acordo com Shook, Priem & McGee (2003), estudos nessa área são escassos. A maioria dos trabalhos envolvendo a criação de negócios enfatizou as atividades a serem executadas e acabaram negligenciando o papel do empreendedor nesse processo.

Shane & Venkataraman (2000), se limitam a definir os dois modos de desenvolvimento: a criação de novas firmas e a venda das oportunidades identificadas para firmas já existentes. Já Naffziger, Hornsby & Kuratko (1994) apresentam um modelo que integra a decisão de abrir um negócio, a formulação de estratégias, resultados e a sustentabilidade da postura empreendedora.

2.3. O Crescimento da Firma

Na seção anterior, examinamos a definição de empreendedorismo e as diversas etapas do processo empreendedor. Porém, a pergunta que continua é o que exatamente acontece após o desenvolvimento inicial do negócio? O crescimento das firmas não será objeto de discussão no presente trabalho, porém é fundamental entendermos alguns condicionantes de sucesso que levarão novas empresas à sustentabilidade no longo prazo, para depois, iniciarmos a discussão sobre *investimento informal* e seu papel nesse contexto.

Segundo Chandler (1992b), a economia apresenta quatro teorias principais do crescimento da firma. São elas: a) **neoclássica**, que enxerga a firma como uma entidade legal com um conjunto de possibilidades de produção, sendo o gerente um sujeito que atua racionalmente e está de posse plena de todas as informações, b) **agente principal**, que aceita a visão neoclássica da firma, porém fornece mais ênfase aos gerentes e à assimetria das informações, c) **custos de transação**, foca na assimetria das informações e nos consequentes custos de informação. Esta corrente afirma que a atividade microeconômica é organizada para economizar os custos de produção e transação e d) **evolucionista**, que tem como foco de análise a firma.

Na presente discussão, iremos privilegiar a abordagem **evolucionista**. Conforme afirma Chandler (1992b), a firma deve ser a unidade de análise em vez dos custos de transação, são suas habilidades específicas que irão determinar o que será feito pela organização ou pelo mercado.

Segundo Nelson (1991) - um dos pesquisadores que seguem esta corrente - existem três características das firmas que devem ser levadas em consideração na análise de seu crescimento: sua estratégia, sua estrutura e suas competências centrais (hierarquia de rotinas organizacionais, que definem as habilidades da firma e como estas são coordenadas). Com base nessa perspectiva, iremos investigar rapidamente cada um desses pontos de análise da firma.

Competências Centrais e os Recursos da Firma

O conceito de competências centrais tem sua origem no trabalho seminal de Penrose (1959). A economista define que a firma é mais que uma unidade administrativa, mas sim uma coleção de recursos produtivos, que, com diferentes usos ao longo do tempo, são determinados pelas decisões administrativas. Os recursos físicos compreenderiam os ativos tangíveis – plantas, equipamentos, recursos naturais, insumos, produtos semi-acabados e estoques - e os recursos intangíveis, seriam a mão de obra e os gestores. Um ponto central da autora é que os recursos em si não possuem grande relevância, mas sim os serviços que eles geram quando combinados.

Segundo Penrose (1959), as atividades de produção da firma são governadas pela “oportunidade de produção” que utiliza todas as possibilidades que os empreendedores enxergam e conseguem tirar vantagem. Ou seja, a teoria do crescimento da firma é essencialmente uma análise das mudanças nas oportunidades de produção de uma firma, com o objetivo de identificar o limite ou a restrição à taxa de crescimento. Nesse sentido, o empreendedor passa a desempenhar um papel essencial, já que irá determinar a capacidade da firma em identificar e aproveitar oportunidades através da combinação de recursos organizacionais.

Conforme afirma Barney (1991), é justamente a combinação de recursos únicos, raros, valiosos e impossíveis de imitar que poderá constituir-se em fonte de capacidades essenciais e levar a firma à vantagem competitiva de longo prazo.

Porém, um dos grandes problemas que os empreendedores enfrentam é que nem sempre possuem os recursos que necessitam. Conforme afirmam Brush, Greene & Hart (2002), esses novos empresários têm o desafio de identificar, atrair, combinar e transformar os recursos individuais em organizacionais.

A proposta desses autores é um *fluxo de desenvolvimento dos recursos* e uma *pirâmide de recursos* para a criação de valor como mecanismos pelos quais empreendedores podem identificar e desenvolver recursos. A maioria dos empreendedores começa com o capital humano e social relativamente complexos, que desenvolvem em outra empresa ou ambiente de trabalho. Esses, por sua vez, alavancam recursos para adquirir capital e para contratar e treinar recursos humanos individuais qualificados. Com a evolução do empreendimento, os empreendedores transformam os recursos, por meio de aprendizagem organizacional, em recursos organizacionais únicos e valiosos. Ou seja, o conhecimento e as habilidades do empreendedor devem ser institucionalizados no empreendimento para fornecer uma base para o crescimento contínuo em porte, complexidade e valor do conjunto relativo de recursos.

Estratégia e Mudança Organizacional

Conforme percebemos anteriormente, os recursos são vitais para a sustentabilidade de um negócio. Porém, enxergá-los de forma isolada, pode levar empreendedores ao caminho errado. É de extrema relevância o entendimento das estratégias a serem implementadas pelo novo negócio, e principalmente, os impactos e transformações organizacionais conseqüentes.

Desenvolvendo a relação entre Estratégia e Estrutura, Chandler (1962), realiza um estudo histórico comparativo com empresas americanas que busca entender as organizações multidivisionais. Inicialmente o autor expõe duas definições relevantes: a) **estratégia** - determinação de objetivos e metas de longo prazo de uma empresa, e a adoção de ações e alocação de recursos para se chegar a esses resultados e b) **estrutura** - *design* da organização onde a firma é administrada, ou seja, as linhas de autoridade e comunicação entre as diferentes áreas.

A tese geral do autor é que o crescimento estratégico resulta da preocupação com oportunidades e necessidades – criadas pela mudança populacional, de renda ou tecnológica – para empregar ou expandir recursos lucrativamente. Uma nova estratégia requer uma nova estrutura para que a organização funcione de maneira eficiente. A falha em desenvolver uma nova estrutura interna, bem como a falha em responder às novas oportunidades e ameaças, é consequência de uma grande concentração dos executivos chave (empreendedores) em tarefas operacionais e de sua própria incapacidade de conduzir uma gestão competente.

A conclusão de Chandler é que o denominador comum da estratégia e estrutura das firmas analisadas é a aplicação dos recursos organizacionais à demanda de mercado, conforme Penrose (1959). A estrutura é desenhada para integrar os recursos existentes da empresa à demanda, já a estratégia é o planejamento para alocação dos recursos que antecipe essa demanda.

Com uma visão mais pragmática da relação estratégia/estrutura, encontra-se o trabalho de Greiner (1998). O autor apresenta a idéia de que o crescimento das organizações pode ser

dividido em fases, sendo cada uma dessas fases ultrapassada através de uma revolução. São descritas cinco fases: a) **criatividade**, onde a ênfase está na criação do produto e do mercado. À medida que a empresa cresce, ocorre uma crise de liderança; b) **direção**, um gerente externo é contratado para corrigir os problemas, a centralização acaba levando a uma nova crise de autonomia; c) **delegação**, aplicação de estruturas descentralizadas, a crise emerge na falta de controle dos gestores; d) **coordenação**, utilização de sistemas formais de controle, crise devido à burocracia e por fim, e) **colaboração**, conforme o nome indica, formação de *times* eficientes em toda empresa.

Em suma, podemos identificar alguns condicionantes de sucesso que podem levar novas empresas a sustentabilidade de longo prazo, tais como: a identificação, por parte dos empresários, dos recursos essenciais da firma, bem como as maneiras de transformá-los em vantagens competitivas de longo prazo e uma preocupação, por esses mesmos empresários, com aspectos relacionados a estratégia e estrutura de seus negócios.

3. O Investidor informal no Brasil e no mundo

No capítulo 2, definimos o conceito de empreendedorismo, analisamos as diversas etapas do processo empreendedor e, por fim, discutimos alguns aspectos importantes para o crescimento sustentável de novos negócios. Podemos perceber que iniciar o empreendimento é apenas o primeiro grande desafio do empreendedor. Este precisa estar atento a uma série de fatores, estratégicos, operacionais e estruturais, se realmente pretende alcançar o sucesso.

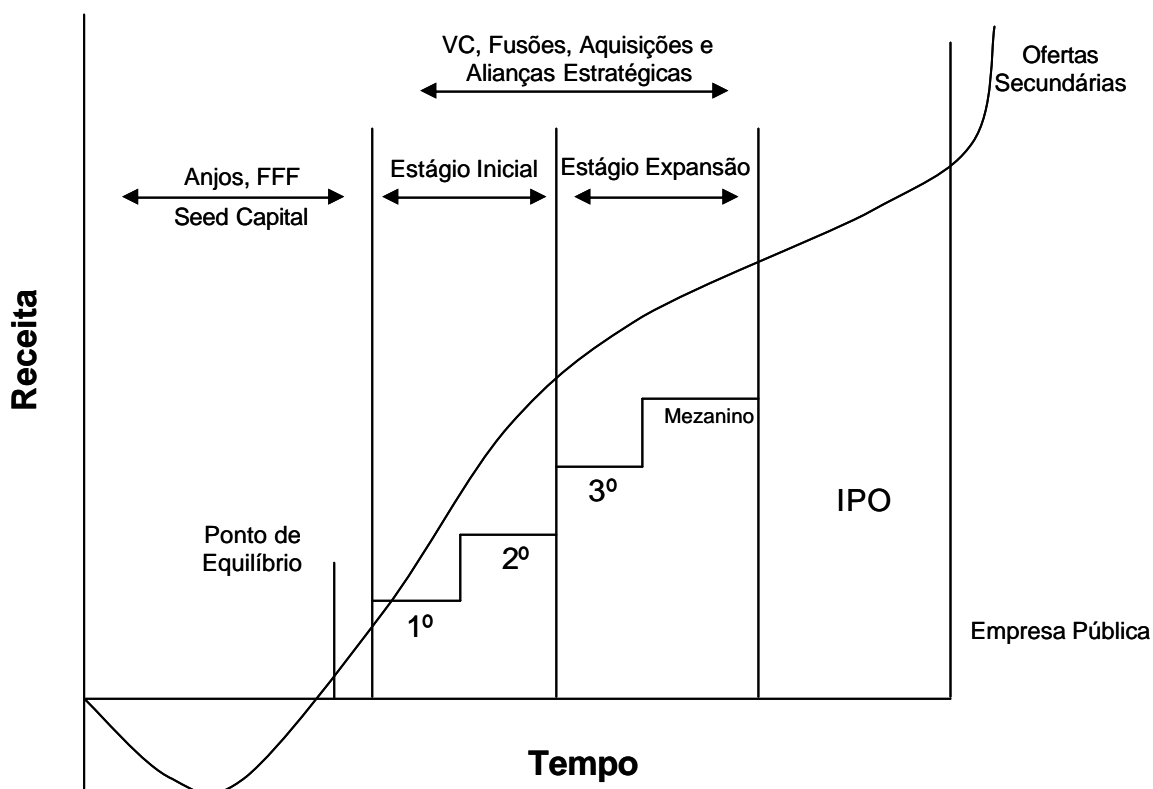
O problema que ocorre em grande parte das vezes, é que por falta de *know-how*, experiência, ou mesmo apoio, esses novos empresários não conseguem lidar com as questões relacionadas à estratégia, estrutura e recursos - anteriormente citadas - levando à falência negócios promissores. Neste ambiente de incerteza, o investimento informal se torna uma alternativa interessante para muitos empreendedores. Pois além do capital, o investidor compartilha seus conhecimentos técnicos (advindos de anos de experiência no mercado de trabalho) e seu *networking*, que muitas vezes podem representar o diferencial que levará a empresa ao crescimento.

O presente capítulo irá contemplar a discussão da literatura sobre investimento informal. Inicialmente, serão descritos os tipos de financiamento empreendedor, definindo-se em seguida investimento “anjo”. Na terceira seção serão discutidas especificidades da relação investidor/empreendedor, bem como o papel do governo na promoção deste mercado. Por fim, alguns aspectos relacionados ao caso brasileiro serão abordados.

3.1. Financiamento Empreendedor

Obter recursos para o crescimento das organizações é um dos maiores desafios para os empreendedores, especialmente quando estão nos estágios iniciais da empresa. De acordo com Lee & Correia (2004), as diferentes etapas de crescimento da firma exigem diferentes aportes e condições de financiamento¹². A Figura 1 apresenta uma descrição do ciclo de crescimento de novas empresas e as fontes de recursos utilizadas em cada etapa.

Figura 1: Ciclo de Financiamento Empreendedor



Fonte: Cardullo (1999), citado em Lee & Correa (2004).

O estágio inicial da organização é conhecido como “*seed capital*”. Ele é marcado por experimentações com a nova tecnologia, incerteza quanto ao progresso futuro, mercados

¹² No anexo 2, encontram-se duas tabelas com todas as fontes possíveis de financiamento empreendedor, bem como o exemplo do financiamento da Amazon.com.

abertos e inexplorados, baixas barreiras à entrada e deseconomias de escala. Essa etapa pode ser dividida em duas:

a) *Seed financing* – as empresas neste estágio necessitam de uma quantia de capital relativamente pequena, utilizada pelo inventor ou empreendedor para o desenvolvimento de uma idéia, que pode envolver a construção de um protótipo. O aporte de recursos típico, nos Estados Unidos, nesta fase é entre US\$ 50 e US\$ 250 mil. As principais fontes de recursos são as próprias economias do empresário. Caso o empreendedor não possua recursos próprios para investir, família e amigos se transformam nos mais indicados agentes de financiamento. O ponto forte desta fonte de recursos é que geralmente não existem acordos contratuais (Lee & Correa, 2004).

b) *Start-up* – nesse caso as empresas podem estar recém constituídas (um ano ou menos) ou ainda em fase de organização, mas ainda não venderam seus produtos comercialmente. Normalmente, essas empresas terão reunido o grupo de administração, preparado um plano de negócios, feito estudos de mercado e se preparado para montar o negócio. O financiamento destina-se ao desenvolvimento de produto e ao marketing inicial. Normalmente o aporte de capital gira em torno de US\$ 250 e US\$ 500 mil. O principal financiador desta etapa é o **Investidor Informal ou “anjo”**, que será abordado nas seções seguintes (Lee & Correa, 2004).

Terminada a etapa do “seed capital”, as empresas entram no *estágio inicial* de financiamento, onde necessitam de impulso para se consolidarem no mercado e aumentarem a rentabilidade. Este estágio, onde os fundos de *Venture Capital* são as principais fontes de recursos, é dividido basicamente em duas etapas:

- a) Financiamento de primeira fase – as empresas já têm o produto desenvolvido e vendas que fizeram com que ela ultrapasse o ponto de equilíbrio. Os fundos são utilizados para obter um escala de produção e vendas mais elevadas. Os investimentos situam-se na faixa de US\$ 500 mil a US\$ 2 milhões;
- b) Financiamento de segunda fase – tem como objetivo consolidar a empresa ainda mais, expandindo sua base de clientes. Nesta fase, os investimentos situam-se entre US\$ 1 e 5 milhões.

A terceira etapa no processo de financiamento empreendedor é o *estágio de expansão*. Neste momento a presença de fundos de *Venture Capital* ainda é forte, porém surgem alternativas de fonte de recursos como alianças estratégicas e fusões. Esta etapa é dividida também em outras duas:

- a) Financiamento da terceira fase – a empresa já esta consolidada e busca recursos para expansão da planta, marketing, capital de giro ou aperfeiçoamento de um produto. Os investimentos nesta fase podem se situar na faixa de US 3 a 20 milhões.
- b) Financiamento ponte ou mezanino – para empresas que esperam abrir o capital no período de seis meses a um ano. Esta fase pode envolver investimento entre US\$ 1 a 15 milhões.

Por fim, a empresa busca o mercado público de capitais. A abertura de capital se mostra a melhor alternativa para empresas consolidadas que necessitem de recursos financeiros a baixo custo.

3.2. Investidor Informal – Definição

Conforme constatado na seção anterior, o investidor informal possui um papel central no desenvolvimento de pequenas empresas inovadoras. Este atua diretamente no *gap* financeiro existente entre o capital do fundador e os fundos de *Venture Capital*

O termo “anjo” originou-se na *Broadway*, onde ricos capitalistas investiam em novos diretores para o lançamento de peças musicais. A motivação desses indivíduos incluía, além da busca por retorno financeiro, a possibilidade de construir amizades com os novos talentos e principalmente a paixão pela arte.

Desde então, o investimento “anjo” se tornou crítico para o financiamento de *start-ups* em todo o mundo. Empresas como Intel, Apple, América online, Ibest, IG e Bematech são apenas alguns exemplos de organizações em que o investimento informal desempenhou um papel vital para o sucesso.

Além do capital, é importante frisar que o investidor informal compartilha todo o seu conhecimento adquirido com experiência de mercado e principalmente suas redes de relacionamento. Esses dois pontos são o diferencial que empresas financiadas por anjos possuem com relação as que não recebem esse tipo de investimento (Mason & Harrison, 1999).

Apesar da reconhecida importância da atuação do investidor informal, a pesquisa acadêmica do tema teve início apenas em 1981, com o trabalho seminal de William Wetzel. O autor foi o primeiro a explorar as especificidades do investimento informal nos EUA. A partir de então, diversos estudos buscaram analisar este mercado em diferentes países, dentre eles: Wetzel

(1986, 1987) – USA, Harrison & Mason (1996) – Inglaterra, Tashiro (1999) – Japão, Visser & Willians (2001) – Holanda, Saetre (2002) e Reitan & Sorhin (2000)– Noruega, Hochman & Botelho (2002) – Brasil, Brettel (2003) – Alemanha, Paul, Whittam & Johnston (2003) – Escócia, entre outros.

Conforme afirmam Sorhein & Landstrom (2001), a maioria das pesquisas privilegiaram estudos empíricos para a discussão de questões como: tamanho do mercado, características dos investidores, o processo de decisão, canais de informação e políticas públicas de apoio a este tipo de investimento. Mason & Harrison (2000) chamam esta fase de “*primeira geração*” de pesquisas em investidores informais.

Frear, Jeffrey & Wetzel (2002) realizaram uma análise sobre a produção científica de investimento informal nos últimos 20 anos e desenvolveram o perfil típico do investidor anjo. Para os autores, esses são fornecedores de capital de risco nos estágios iniciais das firmas, ricos, homens feitos em seus 40 anos ou mais, com nível superior, que tendem a investir em indústrias onde fizeram todo o seu dinheiro. Eles investem por algo maior que capital. Dentre as outras motivações: diversão e empolgação por estar participando de um novo negócio, criação de emprego e auxílio a empreendedores. Eles esperam atuar ativamente no negócio, como consultores informais ou membros do conselho. Além disso, investem próximos de casa e geralmente em empresas de alta tecnologia.

Os investimentos duram de cinco a sete anos. Por ano, consideram seriamente de duas a três oportunidades de investimento e investem em uma ou duas. Geralmente expressam sua insatisfação com os pobres canais de comunicação entre investidores e empreendedores (Frear *et al.* 2002).

3.3. Etapas do Investimento Informal

Definido o termo investimento “anjo”, passamos à terceira parte deste capítulo que irá investigar em detalhe as fases do processo de investimento informal. Segundo Feeney *et al* (1999), o processo pode ser dividido em quatro etapas: procura por oportunidades de negócio, avaliação da oportunidade, negociação e fechamento de contrato e participação pós-investimento.

Como o foco da dissertação será o relacionamento investidor/empreendedor, a revisão de literatura será dividida em duas partes: a) procura e seleção de oportunidades e negociação e fechamento de contrato e b) participação pós-investimento.

Procura e Seleção de Oportunidades e Negociação e Fechamento de Contratos

De acordo com Frear *et al* (2002), os investidores informais identificam oportunidades de investimentos por meio de amigos e associações de negócios e geralmente operam em pequenas redes de relacionamento. Segundo os autores, grande parte dos trabalhos acadêmicos, que buscaram estudar o processo de busca de oportunidades, chegaram a essas conclusões.

Já dentro da literatura do processo de seleção de oportunidades, os trabalhos chegam a resultados diversos. Dentre esses estudos encontra-se o de Fiet (1995). O autor compara as estratégias de minimização de risco de mercado e risco de agência de investidores informais e firmas de *venture capital*.

Com base na literatura de estratégia empresarial, o autor define risco de mercado como aquele relacionado às condições de competição. São identificados alguns indicadores desse risco, dentre eles:

- Obsolescência técnica, onde empreendedores investem em ativos especializados que ao se tornarem obsoletos perdem seu valor de mercado;
- Grande número de competidores, o que dificulta a geração de lucros. Quanto maior a competição, menores taxas de retorno e maior a dificuldade de se obter uma fatia maior do mercado;
- Elevado número de produtos substitutos, o que pressiona ainda mais as margens e, conseqüentemente, aumenta o risco de mercado;
- Atratividade do mercado, que é uma variável qualitativa e representa um resumo dos aspectos anteriores. Na verdade, é uma função do tamanho, crescimento e acessibilidade do mercado almejado;

Já o risco de agência, é definido como aquele causado pela dificuldade de se monitorar os interesses, possivelmente divergentes, dos investidores e empreendedores. Como principais indicadores são citados:

- A desonestidade do empreendedor, que pode causar posturas oportunistas, acarretando aumento do risco de agência;
- O fato de o empreendedor possuir muito mais informação que o investidor também pode levar a posturas oportunistas;
- Grande distância entre a empresa e o investidor, que acaba dificultando a participação e monitoramento do negócio;

- Interesses de curto prazo do empreendedor, que pode estar pensando apenas em ganhos rápidos, ignorando o longo prazo;
- Má performance do empreendedor devido a outros interesses que não o negócio;

A conclusão de Fiet (1995) é que as firmas de capital de risco estão mais preocupadas com o risco de mercado. A justificativa dessa estratégia está na percepção dessas firmas, que acreditam que o risco de agência é facilmente solucionado através de cláusulas contratuais. Contrastando com essa postura, os investidores informais preocupam-se mais com o risco de agência. Para o autor, o reduzido número de oportunidades de negócios de qualidade limita a capacidade de comparação de riscos de mercado para os investidores. Assim, o foco passa a ser o risco de agência, já que este é o único que realmente pode ser minimizado. A idéia do investidor é selecionar empreendedores competentes que, na concepção do negócio, já tenham se preocupado com riscos de mercado.

Seguindo esta perspectiva, temos o trabalho de Mason & Stark (2004). Os autores analisam os diferentes critérios adotados por bancos, VCF (*Venture Capital Funds*) e “anjos” no processo de investimento de novos negócios. Bancos privilegiam aspectos financeiros do negócio. VCF enfatizam aspectos mercadológicos e retornos financeiros; já os investidores informais valorizam a capacidade do grupo empreendedor em gerir o negócio e sua propensão ao relacionamento. Como esses investidores pretendem participar ativamente na gestão do negócio, é fundamental que exista uma empatia mútua.

Já Mason & Harrison (2003, 2004) argumentam que os investidores informais acreditam que as características dos empreendedores, a sua propensão ao aprendizado e suas experiências são os principais determinantes de uma boa oportunidade de investimento. Os investidores

ênfatizam as fontes de informação pessoais e informais para valorar a oportunidade. ‘O importante é o jockey e não o cavalo’. Ou seja, questões ligadas a relacionamento são muito mais importantes que análises financeiras. Na verdade, anjos utilizam uma lógica não preditiva, em que o *feeling* tem um papel central. (Wiltbank & Sarasvathy, 2002).

Feeney *et al* (1999), por sua vez, investigam os critérios de aceitação e rejeição de oportunidades de investidores informais através de uma análise qualitativa. Os autores dividem esses critérios em dois blocos:

- Atributos do empreendedor: em que são avaliadas características do empresário, tais como conhecimento gerencial, expectativas realistas e qualidades pessoais (integridade, visão e compromisso).

- Atributos do negócio: em que são avaliadas as características da oportunidade, como o time de gerência, potencial de crescimento/risco percebido, bom *fit* com os membros, liquidez razoável, plano de negócios e um plano de saída.

A conclusão do estudo é que os investidores estão preocupados com o potencial da oportunidade, e, mais ainda, na capacidade dos empreendedores de desenvolver e solidificar todas as expectativas de crescimento. Além disso, é enfatizado que os critérios de rejeição de oportunidades são diferentes dos critérios de aceitação.

Utilizando como foco a análise dos critérios de rejeição de oportunidades de anjos que investem em conjunto (*syndication*) na Inglaterra, Mason & Harrison (2001) concluem que os principais motivos para a rejeição de investimentos são o **time gerencial**, eles não investem

em empresas de um *show man* (grande preocupação com os *gaps* de competências), *marketing* (falta de estratégia, dificuldades na distribuição e mercados muito competitivos) e **finanças** (previsões irreais).

Apesar de a percepção do investidor de um time fraco de gestores ser um dos principais motivos para o não investimento no negócio, a habilidade gerencial não é o principal motivador para o investimento. Os investidores estão mais preocupados com o potencial de crescimento do empreendimento e a capacidade dos gestores de realizarem todo o potencial do negócio. Em suma, os temas dominantes na decisão do investidor são: potencial de crescimento e lucro e capacidades dos empreendedores.

Harrison *et al* (1997) desenvolvem um estudo mais teórico que busca analisar o processo de decisão de investidores informais sob a perspectiva da “confiança” e “cooperação” entre o empreendedor e o investidor. Inicialmente, é desenvolvido um referencial teórico do tema.

Com relação aos critérios de “confiança”, os autores utilizam em sua análise os trabalhos de Lewicki and Bunker (1995, 1996). São apresentados três tipos de confiança entre agentes:

- Confiança baseada em cálculo – característica de indivíduos que estão iniciando um relacionamento, geralmente é orientada ao mercado, em que cálculos econômicos são realizados para identificar possíveis retornos oriundos desse relacionamento.
- Confiança baseada em conhecimento – em que os indivíduos envolvidos já possuem uma relação há algum tempo, com conhecimento razoável da situação de mercado e produto, que permite que ambos façam previsões de seus atos.

- Confiança baseada em identificação – em que ambos os agentes entendem e apreciam os interesses e valores um do outro.

Já com relação aos critérios de cooperação, os autores utilizam a perspectiva de Marsh (1992, 1995). São identificados os principais determinantes de um alto grau de cooperação entre agentes. São eles: a) alta utilidade (potencial econômico); b) alta importância (potencial não-econômico); c) menor risco; d) alta competência e e) julgamento do empreendedor (habilidade em selecionar oportunidades lucrativas de negócio).

A conclusão dos autores é que predominantemente a relação de confiança dos investidores informais é aquela baseada em cálculo. Ou seja, parcial e frágil, onde a motivação para uma continuidade no relacionamento é muito limitada. O outro problema estaria ligado à cooperação. Os autores identificam que o principal impeditivo da cooperação entre investidores e empreendedores é a percepção da baixa competência do empreendedor por parte do capitalista. Este julgamento é reforçado pelas percepções de alto risco e baixa utilidade, influenciadas pelos pré-conceitos do próprio investidor.

Já Mason & Harrison (1996), realizam uma pesquisa empírica que busca entender aspectos ligados ao processo de investimento dos anjos.

Dentro do processo de investimento, os autores identificam que a decisão do investidor de investir está relacionada às características do empreendedor e do mercado/produto (especialmente potencial de vendas e qualidade da inovação). O plano de negócios é visto como um elemento essencial no processo de avaliação, porém não representa o todo. É interessante notar que existe uma preocupação para uma análise detalhada do negócio,

contudo não são realizadas grandes pesquisas sobre a idoneidade do investidor e empreendedor por ambas as partes envolvidas.

Dentro do processo de negociação, os autores enfatizam algumas questões que foram citadas por empreendedores e investidores como problemáticas. Para os primeiros, a participação acionária, a definição de seu salário, a estratégia de saída do investimento, a quantidade de recursos investida e as metas de performance, são nessa ordem elementos críticos na discussão. Do ponto de vista dos investidores, os mesmo elementos foram citados, com ênfase a participação acionária e valor do negócio e do investimento. Os resultados das negociações foram apontados como positivos por ambos os agentes.

Mudando a ótica de análise, adotando-se o ponto de vista de um novo empresário no processo de busca de investidores, Saetre (2002) identifica que para alguns empreendedores não é suficiente ter capitalistas que irão compartilhar experiência em negócios e dinheiro, eles precisam de investidores com competência e habilidades relevantes no seu segmento de mercado. Ou seja, existe uma grande preocupação com o quanto o investidor irá agregar de valor.

O autor desenvolve uma distinção entre dois termos: **capital competente** - quer dizer investidores com características, como: experiência empreendedora, liderança e experiência em negócios, alta educação e experiência como investidor e **capital relevante** – que adiciona a essas características, rede de relacionamentos e experiência no setor específico da empresa que receberá o investimento.

Relação Pós-Investimento

Passadas a procura, a seleção e a negociação de investimentos por ambos os agentes, a relação empreendedor/investidor se intensifica. Saetre (2002) constata que investidores ativos influenciam decisões operacionais e até mesmo, estratégicas.

Ardichvili *et al.* (2003) analisam especificamente os recursos não financeiros que os investidores informais agregam às empresas investidas como idéias de negócios, identificação de oportunidades, planos de *marketing*, estratégias de negócios e produtos e rede de relacionamentos.

Com base na perspectiva da RBV - *resource based view*, os autores identificam três recursos que os investidores podem ofertar aos empreendedores. São eles: **humano** (conhecimento e habilidades), **social** (redes de relacionamento) e **organizacional** (conhecimento organizacional).

Nas palavras dos próprios autores:

“O envolvimento dos anjos no desenvolvimento dos recursos, evidentemente auxilia a atração de recursos de maior qualidade e mais apropriados para o negócio, acelera o processo de amadurecimento desses recursos e os atrai a um custo mais baixo que os empreendedores conseguiriam se estivessem sozinhos...”
(p.43)

De forma mais prática, esses recursos não financeiros se manifestam na ajuda dos investidores na modelagem do conceito do negócio, na busca de novos recursos financeiros, no recrutamento de pessoas chave, na assistência em estratégias e questões organizacionais antes e, após o investimento, nas redes de relacionamento - em especial junto a conselheiros profissionais, consumidores e fornecedores.

A justificativa para o compartilhamento desses recursos por parte do investidor com os empreendedores está relacionada ao seu objetivo de maximizar retornos. Segundo os autores, este objetivo será alcançado com a minimização dos riscos. Investidores informais gerenciam o risco de agência antes do investimento: a) vetando membros executivos, b) recrutando outros executivos, ou c) assumindo as posições de gerenciamento. Mesmo após o investimento os investidores continuam minimizando os riscos através, pelo menos, da atuação no conselho da empresa. Já os riscos de mercado serão minimizados, mudando-se o conceito do negócio ao concentrar investimentos em áreas onde o investidor possui experiência ou ao co-investir com outros anjos.

Outra conclusão importante do estudo é que essa participação do investidor no pós-investimento pode ser de diversas formas. Estes podem ser passivos (não ocupam cargos na empresa), ter uma atuação moderada (apenas fazem parte do conselho) ou ser parceiros e co-empresendedores (onde investidores tornam-se executivos da empresa).

Wong (2002) propõe um modelo para explicar a postura do investidor na minimização dos custos de agência. Para o autor, os anjos controlam seus investimentos de três formas: 1) forçando empreendedores a manter o controle acionário do novo negócio, garantindo, assim, o comprometimento dos mesmos; 2) investindo geograficamente próximo de suas residências e 3) co-investindo com outros anjos.

Já Mason & Harrison (1996) realizam uma pesquisa empírica que busca entender aspectos de mercado de investimento informal ligados à experiência do pós-investimento e à performance do investimento.

Uma conclusão apresentada é que a grande maioria dos investidores entrevistados possui um papel ativo nos novos negócios, inclusive como diretores. As maiores contribuições apontadas são conselhos estratégicos, rede de relacionamentos (principalmente com consumidores potenciais), *marketing*, gerência financeira/contabilidade e gerência geral. Investidores acreditam que a maior contribuição ao negócio é sua experiência, atuando como *coach/mentor* dos jovens empresários. Os empreendedores avaliaram a atuação de investidores como positiva, porém citaram dois aspectos negativos: a falta de vivência do investidor na indústria específica e os vícios da experiência em grandes organizações inadequada a realidade da micro e pequena empresa.

Vale ressaltar que não foi encontrada evidência de que a redução do tempo dedicado do investidor ao negócio aumente a insatisfação do empreendedor com a relação. Ou seja, o valor agregado do investidor é função de elementos qualitativos (*expertise*) e não quantitativos (tempo de dedicação).

Por fim, os autores enfatizam a existência de grandes *gaps* entre as expectativas dos investidores e empreendedores com relação ao valor de investimento e performance do negócio, o que no futuro pode levar a sérios problemas de relacionamento.

Ehrlich *et al* (1994), através de um estudo empírico, comparam o valor agregado aos negócios investidos feitos por firmas de *Venture Capital* e Investidores Informais, identificando de que forma as relações são estabelecidas e mantidas no decorrer do investimento.

As diferenças entre firmas de *Venture Capital* e investidores informais identificadas dizem respeito aos seguintes aspectos:

Nível de envolvimento do investidor no negócio

O estudo identificou que os empreendedores percebem o envolvimento de VC e anjos como sendo muito semelhantes em várias atividades, como: interface com o grupo de investidores, obtenção de fontes alternativas de recursos, monitoramento da performance financeira e operacional, atuação como conselheiros e na formulação de estratégias de negócio. Com relação à evolução da relação, empreendedores consideram desejável uma maior participação dos investidores, especialmente dos anjos no momento de crises financeiras, ajudando a resolvê-las, buscando consumidores e distribuidores e auxiliando como membro do conselho.

Controles operacionais na firma

Os empreendedores possuem mais dificuldades de atingir as metas de performance dos fundos de VC. Além disso, as firmas de VC acompanham mais de perto o investimento e oferecem um *feedback* mais rápido e eficiente que investidores informais. As firmas de VC geralmente acompanham de perto empresas em que a formação de empreendedores é mais científica, estabelecendo padrões e processos de gestão financeiros. Apesar disso, os empreendedores ficam mais à vontade com a maior flexibilidade dos investidores informais.

Tipos de experiências compartilhadas com o empreendedor

O estudo demonstrou que os empreendedores buscam na experiência dos investidores auxílio nas áreas de *staff* e gerência financeira. Porém, firmas de VC também participam ativamente na seleção do time gerencial. Nesse sentido, uma das conclusões do estudo é que empreendedores com experiência gerencial preferem a participação mais flexível dos investidores informais, enquanto empreendedores mais técnicos e científicos preferem as firmas de VC na formação dos seus times gerenciais.

Em suma, o trabalho conclui que existem diferenças significativas no valor agregado aos empreendedores por firmas de VC e Investidores Informais. Existe a necessidade de estudos que aprofundem o relacionamento entre investidor e empreendedor e de que forma este facilita ou inibe o desenvolvimento de pequenas empresas.

Dentro dessa perspectiva de identificar como as relações são estabelecidas e mantidas no decorrer do investimento entre empreendedor e investidor, chega-se ao trabalho de Landstrom (1992). O autor, conclui através de resultados empíricos, que a distância geográfica e o conhecimento do investidor sobre o negócio investido serão os fatores mais importantes para determinar o envolvimento dos anjos no negócio.

O autor tenta desenvolver um modelo para explicar o relacionamento entre empreendedor/investidor. Segundo o autor existem duas dimensões essenciais: “atitude com a firma” e “bases de interação”. A dimensão “atitudes” refere-se à maneira que o investidor enxerga a firma. O investidor pode enxergá-la como um “sujeito”, onde existe uma propensão a ajudar e trabalhar para que a firma se desenvolva, ou como um “objeto”, onde o principal motivador do investidor é fazer dinheiro e trabalhar menos ativamente junto à firma.

Já a dimensão “base de interação” está relacionada às condições de interação entre investidor e empreendedor. Identificando o quanto o investidor agrega de capital e conhecimento na firma.

Como base em seus resultados empíricos, o autor determina algumas estratégias de interação entre empreendedor e investidor. A dimensão “atitude com a firma” influencia a maneira como é organizada a interação. Investidores que enxergam as firmas como sujeitos tendem a

trabalhar mais informalmente com as firmas investidas. Já investidores que as enxergam como objetos tendem a ter uma relação mais formal, como atendendo apenas a reuniões de trabalho. A dimensão “base de interação” parece influenciar a quantidade de contatos entre investidores e empreendedores. A frequência de contatos é alta quando a base de interação é suficiente, e é baixa quando essa base é mais limitada. Esta análise pode ser melhor visualizada na matriz abaixo.

Atitude com a firma

		Atitude com a firma	
		Sujeito	Objeto
Bases de interação	Condição Suficiente	Alta Frequência de Contatos (1) Envolvimento Ativo Interação Informal	Alta Frequência de Contatos (2) Interação Formal
	Condição Limitada	Baixa Frequência de Contatos (3) Interação Informal	Baixa Frequência de Contatos (4) Envolvimento Passivo Interação Formal

- 1- Uma estratégia de interação com uma alta frequência de contatos e interação informal tende a ser usada por investidores que trabalham no ambiente de negócios da firma, como consultores especializados.
- 2- Alta frequência de contatos e interação formal tendem a caracterizar mais investidores profissionais.

- 3- Investidores informais trabalhando com a estratégia caracterizada por baixa frequência de contatos e interação informal podem ser chamados de “parceiros discretos”
- 4- Uma estratégia de interação caracterizada pelo envolvimento passivo, baixa frequência de contatos e interações formais.

Por fim, o autor lembra que esse não é um modelo estático, mas sim dinâmico, em que investidores acabam passando pelos diferentes quadrantes acima apresentados.

3.4. O papel do governo na promoção de investimento informal

Passada a análise das etapas do investimento informal, iniciamos a discussão do papel do governo na promoção deste mercado. Wetzel (1986, 1987) afirma que a incapacidade do investidor em fazer investimentos está relacionada a um problema de informação, originado no desconhecimento do mercado de investidores anjos. O resultado prático são investidores procurando oportunidades e empreendedores buscando capital, ambos incorrendo em altos custos de procura, e conseqüentemente, desencorajando o investimento. Para o autor, nesse momento é que a intervenção pública se faz necessária.

Harrison & Mason (1996, 2002), estudando formas de fomentar o mercado de anjos na Inglaterra, comprovaram que o potencial de investimento informal no seu país é muito maior do que os níveis atuais. Os motivos alegados são:

- 1 – O mercado de Investimento Informal é ineficiente: conforme afirma Wetzel, a maioria dos “anjos” não encontra oportunidades de investimento suficientes que se encaixam nos seus

critérios, falta qualidade nas propostas dos empreendedores e os investidores gastam pouco tempo na procura de oportunidades (não existe pró-atividade).

2 – O mercado de Investimento Informal é pouco desenvolvido: existe um grande número de “anjos virgens” (aqueles que possuem as mesmas características dos “anjos” ativos, mas que por algum motivo não realizam investimentos). Dentre os fatores identificados como razões: incapacidade de identificar oportunidades, preocupações com riscos e *know-how* de como sair do investimento.

Ou seja, existe a necessidade de estudos que analisem os antecedentes, objetivos e necessidades dos diferentes tipos de investidores para que as políticas públicas sejam formuladas de forma correta (Wright, Westhead & Sohl, 1998). Com base na literatura analisada, pode-se constatar que a política governamental possui três grandes vertentes: 1) incentivo a investidores “virgens”, buscando torná-los ativos; 2) incentivos à criação de redes de relacionamento entre investidores, e; 3) promoção de atividades que visem à melhora de oportunidades de investimento e financiamento no mercado.

Incentivo a investidores “virgens”

Harrison & Mason (1996) apresentam quatro maneiras para converter investidores “virgens” em “anjos” ativos, são elas: a) incentivo ao investimento de “anjos virgens” onde houver o conhecimento dos donos; b) “anjos” inativos investiriam se recebessem informações sobre oportunidades de uma fonte confiável; c) redução de impostos sobre ganhos de capital e d) investimentos com outros investidores de forma a incentivar “anjos” virgens. Nesse sentido, a criação de redes de relacionamento surge como um dos pilares da política governamental.

Incentivo à criação de redes de relacionamento

“Anjos” geralmente não são pró-ativos na procura de novas oportunidades, eles reagem a oportunidades que chamam a sua atenção através de contatos pessoais e redes de relacionamento de negócios. Portanto, a criação de BAN’s (*business angels networks*), através de apoio governamental, é uma das alternativas para minimizar os problemas de invisibilidade dos investidores e os altos custos de procura. (Mason, Hobison & Harrison, 2003).

De acordo com Lange, Leleux & Surlemont (2002), *Ban’s* são associações sem fins lucrativos que fornecem como principais serviços: 1) identificar empreendedores e investidores; 2) organizar canais para que as duas partes se encontrem; 3) auxiliar empreendedores e seus projetos; 4) dar *feedback* aos empreendedores com os comentários dos investidores; 5) facilitar futuras capitalizações das empresas com contatos junto a bancos e VCF e 6) garantir a confidencialidade de todas as partes envolvidas.

A promoção de *Ban’s* já é recorrente em uma série de países. Lipper & Sommer (2002), por exemplo, descrevem a *National Association of Seed and Venture Financing* (NASVF). Esta instituição é uma associação criada à mais de 10 anos que tem por objetivo desenvolver e disseminar as melhores práticas de investimento informal nos EUA. Dentre as atividades desenvolvidas: *newsletter*, fóruns e seminários para ensinar como investir para anjos em potencial.

Harrison & Mason (1996) avaliaram o programa do governo inglês em que foram instaladas uma série de *business angels*. Como resultado direto, houve um aumento no número de investimentos informais. Porém, cabe ressaltar os resultados indiretos, tais como:

- Proporcionou empréstimos bancários;

- Em alguns casos o próprio investidor incrementa os recursos investidos no futuro;
- Empreendedores conseguem investidores que são conhecidos dos membros da rede de relacionamento;
- Empreendedores recebem alguma orientação e treinamento quando participam dos serviços;
- O próprio *feedback* dos investidores e sua participação;
- De uma maneira geral, inicia-se o processo de criação de uma cultura de investimento informal.

Promoção de atividades que visem à melhora de oportunidades de investimento e financiamento no mercado

A última alternativa de política governamental encontrada na literatura pesquisada é a promoção de atividades que visem à melhora de oportunidades de investimento e financiamento no mercado.

Do ponto de vista do investidor, Harrison & Mason (1996) citam como medida a concessão de subsídios tributários. Por exemplo, redução de impostos a serem pagos a dividendos e ganhos de capital. Já sob a perspectiva do empreendedor, esses mesmos autores apresentam a política do governo inglês, em que foram criados órgãos de apoio às empresas nascentes com o objetivo de auxiliá-las em seu crescimento e conseqüentemente, melhorar a qualidade das oportunidades de negócio; incubadoras e parques tecnológicos sofisticados se enquadram nessa proposta.

Uma outra forma de atuar é através de fundos de participação governamentais em empresas nascentes. Sohl & Rosenberg (2003) citam o programa americano *ATP – Advanced*

Technology Program. Essa iniciativa oferece, às empresas nascentes intensivas em tecnologia, recursos financeiros governamentais, atuando como um investidor anjo. Segundo os autores, essa política desenvolve o mercado em três dimensões: a) o financiamento direto em si, incentivando o crescimento do novo negócio; b) minimiza o risco percebido pelo o investidor anjo, já que à medida que o investidor aportar capital estará co-investindo com o governo, e; c) como a firma passa por um rigoroso processo de seleção, os custos de *due diligence* para o investidor acabam reduzidos.

3.5. Investimento Informal no Brasil

Conforme descrito na introdução da presente dissertação, o estudo de investimento informal no Brasil ainda é muito incipiente. Na verdade, um dos únicos trabalhos que se tem conhecimento sobre o tema foi realizado no segundo semestre de 2001 pelo NEP Gênesis / PUC Rio¹³.

A pesquisa foi realizada no marco do projeto *New Venture Financing Project- Pólo Brasil*, financiado pelo *International Development Research Center – IDRC* (Canadá). O projeto teve por objetivo estudar e analisar a natureza e a trajetória recente da emergente indústria de capital de risco em quatro países do Cone Sul – Argentina , Brasil, Chile e Uruguai – a fim de produzir conhecimento que possibilite o desenho de políticas e mecanismos de ação para alavancar e promover o desenvolvimento do mercado de capital de risco para empresas de base tecnológica nesses países, com vistas ao desenvolvimento de uma sociedade do conhecimento baseada na inovação tecnológica.

¹³ Essa seção será baseada no relatório final de Nelson Hochman e Antonio José Junqueira Botelho, Pesquisa sobre Investidores Anjos no Brasil. (Relatório Final, 24-03-2002).

Os objetivos específicos definidos foram:

- Identificar e caracterizar *business angels*;
- Analisar seus valores e percepções em relação ao investimento de risco;
- Entender suas percepções acerca do empreendedor de base tecnológica;
- Capturar suas preocupações e anseios em relação às barreiras ao investimento de risco;

A amostra analisada foi composta por 35 investidores que realizaram 137 investimentos, em um intervalo de quatro anos. Buscar-se-á nessa seção descrever aspectos relacionados ao perfil dos investidores, contexto e processo decisório, expectativas econômicas – financeiras e, por fim, o pós-investimento.

Perfil

Quase a totalidade do “anjos” brasileiros são homens com idade entre 22 e 62 anos, sendo a média 43 anos. O nível educacional também é elevado, com a maioria possuindo pelo menos graduação completa.

Um ponto interessante identificado pelos autores é que os “anjos” brasileiros, durante a sua carreira empresarial e/ou profissional, iniciaram 104 novos negócios com mais de 5 empregados, sendo 38 negócios com um volume de vendas anual menor que R\$ 1 milhão e 66 negócios com um volume de vendas anual igual ou maior que R\$ 1 milhão. O que sugere que investidores que já foram empreendedores habituais, adquirem experiência, habilidades e recursos que facilitam na constituição de novos empreendimentos.

Com relação ao perfil dos entrevistados como investidores, os autores perceberam que, ao investir em caráter pessoal em empresas emergentes, 51% dos anjos preferem atuar aportando capital e sendo membro do conselho; 26% preferem atuar aportando capital, participando do negócio (trabalhando no dia a dia) e sendo membro do conselho; 17% preferem atuar aportando capital e participando do negócio; e apenas 6% preferem atuar somente aportando capital.

Daqueles que já haviam investido em empresas emergentes, a maioria o fez utilizando até 6% de seus ativos, o que indica um grande potencial de crescimento do setor. Já os principais setores que receberam investimentos foram: tecnologia da informação, informática, Internet, infra-estrutura, *middleware*, consultoria e desenvolvimento e *software e-business*.

Contexto Decisório

Dentro do contexto decisório, das 197 propostas de investimento recebidas pelos “anjos” nos últimos 12 meses, 32% delas despertaram o interesse, em 20% foi dado seguimento sério, em 14% os anjos se ofereceram para investir e em 10% delas foram realizados investimentos. Estas, por sua vez, chegaram aos investidores principalmente pelos próprios empreendedores e referências profissionais (colegas, sócios, assessores, outros investidores, etc.).

Expectativas econômicas – financeiras

Com relação às expectativas econômico-financeiras dos investidores informais, os autores do estudo chegaram às seguintes conclusões:

- 50% preferem no mínimo uma taxa média anual de retorno do investimento na faixa de 12 a 21,5%;
- 95% preferem ter uma participação acionária entre 12 e 33%;

- 46% preferem no mínimo uma taxa anual de crescimento das vendas entre 20 e 50%;
- 37% preferem no máximo um tempo de retorno do investimento (período de *payback*) entre 4 e 6 anos;

Aspectos do Processo Decisório

Dentro do processo decisório, o fator que mais influenciou o investidor ao fazer seu primeiro investimento em empresas emergentes foi o da possibilidade de obter maior ganho ou rentabilidade relativamente a outros tipos de investimentos. Perguntados quanto o segundo e o terceiro fatores que mais influenciaram, apontaram como segundo a confiança no empreendedor ou na equipe gerencial, e como terceiro fator a satisfação pessoal do investidor.

Com relação aos fatores limitantes dos investimentos pelos “anjos”, o mais importante foi a falta de propostas comerciais atraentes, seguido da falta de propostas com informação confiável e da falta de capital disponível, em escala decrescente.

Assim como a literatura estrangeira, no momento de decidir investir em uma empresa/empreendedor que busca capital de risco, a grande maioria dos “anjos” brasileiros atribui maior relevância às pessoas. Em ordem decrescente de importância, os “anjos” consideram os seguintes quatro critérios mais importantes na avaliação de uma proposta de investimento:

- a integridade e a honestidade do empreendedor e de sua equipe;
- a atitude e o compromisso do empreendedor e de sua equipe;
- a experiência do empreendedor e de sua equipe;
- o conhecimento do setor econômico no qual se desenvolve a empresa;

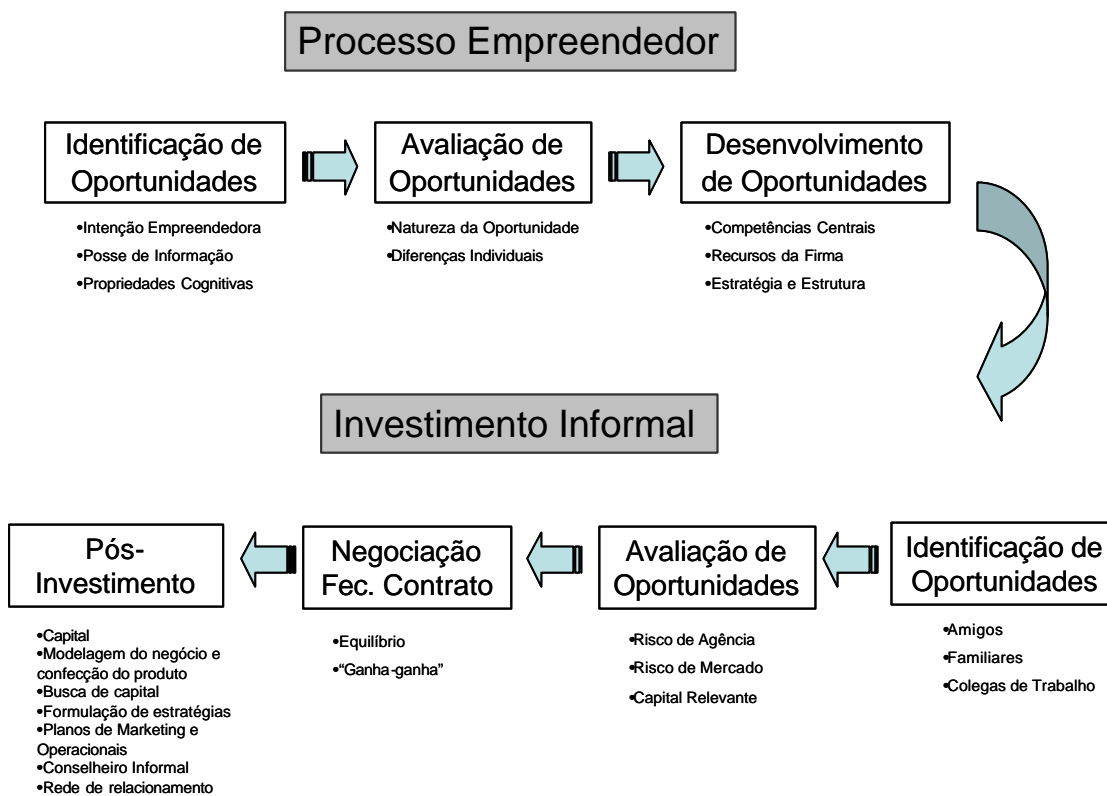
Pós-Investimento

Por fim, os autores exploram algumas questões relacionadas à relação pós-investimento. Conforme descrito no início dessa seção, a forma como os “anjos” se asseguram de que o investimento proposto tenha um ganho mínimo aceitável é preferencialmente através da participação no negócio, trabalhando no dia a dia e tomando parte no processo decisório, seguido da utilização de direitos de preferência através de cláusulas contratuais e de confiança no empreendedor.

As contribuições que os “anjos” trazem para o negócio demonstram claramente que o empreendedor recebe muito mais do que o capital aportado. As principais contribuições são nessa ordem: o planejamento e elaboração de estratégias alternativas, gestão de alianças estratégicas, novos clientes e o conhecimento específico dos produtos ou serviços, o conhecimento da indústria e o contato com outros investidores potenciais.

A conclusão dos autores é que a pesquisa comprova o potencial do mercado no Brasil e, mais ainda, indica que ações para ampliar e divulgar oportunidades de investimentos poderiam estimular os financiamentos em empresas emergentes.

3.6. Modelo Conceitual



4. Metodologia

Esse capítulo tem como objetivo descrever a metodologia utilizada neste trabalho. São apresentadas as razões que motivaram a escolha do tipo de pesquisa e a estratégia para coleta de dados. A seleção dos casos estudados, os métodos de análise e as limitações do trabalho também são itens dessa parte.

4.1. Tipo de pesquisa

Segundo Selltizz (1987) *apud* Gil (1989), as pesquisas sociais podem ser classificadas em três tipos: exploratórias, descritivas e explicativas. A primeira possui como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias, com vistas à formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores. Já as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre variáveis. Por fim, as pesquisas explicativas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Com uma taxonomia semelhante, Vergara (1997), adiciona ainda mais três tipos de pesquisa – metodológica, aplicada e intervencionista - na classificação de seus fins.

Com base nas características da presente dissertação, parece mais adequado classificar a pesquisa como exploratória, pois é realizada em uma área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado, e descritiva, uma vez que irá expor características de determinada população ou fenômeno.

A partir da definição do tipo de pesquisa, Gil (1989) propõe que seja determinado qual o delineamento da pesquisa, ou seja, quais as estratégias adotadas para a coleta de dados. Esses podem ser divididos em dois grandes grupos: aqueles que se valem de fonte de papel e aqueles cujos dados são fornecidos por pessoas. No primeiro grupo estão as pesquisas bibliográficas e documentais. No segundo, estão a pesquisa experimental, a pesquisa ex-post-facto, o levantamento e o estudo de caso.

Segundo Gil (1989), o tipo de delineamento mais adequado para as pesquisas exploratórias é o estudo de caso, já que este tem como característica mais importante a flexibilidade. Estudo de caso é definido como uma análise profunda e exaustiva de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir conhecimento amplo e detalhado do mesmo.

Outra perspectiva capaz de auxiliar na escolha da estratégia de pesquisa é abordada por Yin (2003). Segundo o autor, o estudo de caso é a estratégia adequada quando as perguntas “como” e “por que” são enfatizadas, quando o investigador possui pouco controle sobre os eventos e quando o foco é um fenômeno contemporâneo com algum contexto real.

Dados os critérios acima expostos, a pesquisa será bibliográfica e de estudo de caso. Será realizada uma investigação empírica no local onde ocorreu o fenômeno com um caráter de profundidade e detalhamento, utilizando-se também o material publicado em livros, revistas, jornais, isto é, material acessível ao público em geral.

4.2. Seleção dos casos estudados

Vergara (1997) classifica as amostras em dois grandes conjuntos: as amostras probabilísticas, cuja escolha dos componentes se dá por procedimentos estatísticos, e as não probabilísticas, cuja escolha se dá em função da disponibilidade de acesso aos dados ou do conhecimento do pesquisador, permitindo a seleção de elementos considerados não representativos da população.

A seleção de casos para a presente pesquisa seguiu os seguintes critérios: facilidade de acesso, representatividade dos casos (reconhecidos como sucesso), conveniência e disponibilidade dos entrevistados em participar do estudo.

Portanto, de acordo com esses critérios foram selecionados quatro casos, são eles:

1. Profit-TI: é uma empresa de tecnologia que oferece soluções com foco no segmento de RH, englobando empresas de diversos portes e setores. Criada em 1996, teve o plano de negócios premiado pela PUC-Rio e em 1997 passou a fazer parte do Instituto Gênesis da PUC-Rio (Incubadora Tecnológica de Empresas). Recebeu um aporte de dois investidores anjo em 2000 e até hoje conta com os investidores como sócios.
2. MHW: nasceu em 1994, tendo como principal produto ferramentas de educação a distância. Recebeu investimento anjo de 11 pessoas em 1997. Em seguida, recebeu mais dois aportes de fundos da Capital de Risco até ser vendida para Xerox em 2001.

3. NetQuant: fundada em 2000 com o objetivo de oferecer a gestores financeiros ferramentas analíticas para auxiliá-los em suas decisões estratégicas de investimento. A empresa é especializada no mercado brasileiro, focada em clientes como fundações, seguradoras, empresas e *assets*. Recebeu o investimento de três “anjos” logo na fundação da empresa.
4. Novo-Cell: fundada em 2001, possui como principal produto motores movidos a células de energia. Participou do projeto INOVAR¹⁴ em 2003 e recebeu um investimento informal no início de 2004.

4.3. Coleta de dados

Segundo Yin (2003), estudos de caso podem ser desenvolvidos a partir de seis fontes: documentos, arquivos, entrevistas, observação direta e observação participativa. Segundo o autor, existem alguns princípios que devem ser sempre seguidos, entre eles o uso de: a) múltiplas fontes de evidencia, b) base de estudo de caso e c) cadeia de evidência. Para o autor, a entrevista é uma das mais importantes fontes de informação de um estudo de caso. Gil (1989) sugere que a entrevista é uma técnica adequada quando se quer levantar informações acerca do que as pessoas sentem, fazem, percebem, ou seja, informações subjetivas.

Segundo Vergara (1997), a entrevista pode ser informal, focalizada ou por pautas. Entrevista informal ou aberta é quase uma “conversa jogada fora”, porém com um objetivo específico: coletar os dados que você necessita. Entrevista focalizada também é pouco estruturada,

¹⁴ O PROJETO INOVAR, lançado em Maio de 2000, é uma ação estratégica da Finep, que tem por objetivo promover o desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica brasileiras através do desenvolvimento de instrumentos para o seu financiamento, especialmente o capital de risco (site: www.finep.gov.br).

entretanto não se pode deixar que o entrevistado navegue pelas ondas de múltiplos mares, apenas um assunto deve ser focalizado. Na entrevista por pauta, o entrevistador agenda vários pontos para serem explorados com o entrevistado. Possui uma maior profundidade se comparada com as anteriores.

As entrevistas se basearam em questionários semi-estruturados (ver em anexo 1), permitindo a inclusão de temas não previstos inicialmente pelo pesquisador. As conversas foram realizadas no período de junho a setembro de 2005 e levaram entre 40 minutos e 2 horas. Todas foram gravadas e transcritas. A descrição dos casos foi enviada aos entrevistados para que estes avaliassem a sua fidelidade.

Foram entrevistadas as seguintes pessoas:

1. Profit-TI

José Louis Essabá: fundador da empresa e responsável pela área comercial e de gestão do negócio.

Rudolph Horn: investidor da Profit. Desenvolveu toda a sua carreira em uma grande multinacional e já realizou alguns investimentos em pequenas empresas de base tecnológica.

2. MHW

Nelson Hochman: investidor da MHW, responsável pela área administrativo-financeira da empresa. Desenvolveu sua carreira na Eletrobrás.

César Salim: investidor da MHW tendo trabalhado em diversas empresas durante a vida profissional. Já realizou alguns investimentos anjo.

José Felipe: fundador da empresa. Responsável pela ligação da área tecnológica com a área de vendas da MHW.

Franklin Madruga: fundador da empresa e um dos idealizadores do projeto. Participação na liderança e gestão da equipe.

3. NetQuant

Alexandre Icaza: investidor da NetQuant. Antes de focar sua atividade em investimento anjo foi micro-empresário.

Marcelo Nazaré: fundador. Possui uma sólida formação acadêmica e profissional nas áreas de finanças e análise de risco de carteiras.

4. Novo-Cell

Erich Mushellack: investidor da Novo-Cell. Desenvolveu toda a carreira como empreendedor. Atualmente possui como principal atividade profissional o investimento em novas empresas inovadoras.

Valdemar Stelita: fundador da empresa. Possui uma sólida formação acadêmica já tendo empreendido diversas vezes.

4.4. Análise e interpretação dos dados

Tendo em vista os instrumentos de coleta de dados, os dados armazenados foram analisados da seguinte maneira: primeiramente, após a realização das entrevistas de cada caso, foram feitas as análises individuais e a identificação das categorias relevantes, tendo em vista o modelo conceitual proposto. O objetivo dessa redução da informação a temas específicos foi tornar os dados gerenciáveis e facilitar sua interpretação.

Ao término das análises de cada caso, foi efetuada uma análise comparativa, buscando identificar as similaridades e diferenças importantes entre os casos pesquisados relacionando-os com a teoria. O resultado foi uma categorização agregada dos dados, bem como uma interpretação a luz do modelo conceitual.

4.5. Limitações

As limitações que existem no método adotado para realização da pesquisa foram de duas ordens: as primeiras voltadas ao próprio método utilizado e as segundas voltadas à técnica de levantamento de dados das entrevistas em profundidade.

Com relação às primeiras limitações, por sua natureza exploratória e pelo método proposto – o estudo de caso, esse trabalho tem seus resultados restritos aos entrevistados analisados, não permitindo generalizações.

Em relação à técnica da entrevista em profundidade, Gil (1989) descreve uma série de limitações que devem ser consideradas:

- Falta de motivação do entrevistado para responder as perguntas que lhe são feitas;
- A inadequada compreensão do significado das perguntas;
- O fornecimento de respostas falsas, determinadas por razões conscientes ou inconscientes;
- A influência exercida pelo aspecto pessoal do entrevistador sobre o entrevistado;
- A influência das opiniões pessoais do entrevistador sobre as respostas do entrevistado;

5. Descrição e Análise dos Casos

Esta seção da dissertação irá contemplar a descrição e análise dos quatro casos. Cada descrição será dividida em três partes. Inicialmente será apresentado o histórico de cada empresa, enfatizando-se as etapas do processo empreendedor – descoberta, avaliação e desenvolvimento da oportunidade. Em seguida, as etapas do investimento anjo serão abordadas. Por fim, na terceira parte, serão apresentados os resultados verificados após o investimento, bem como a perspectiva dos envolvidos sobre os principais entraves ao desenvolvimento do mercado de anjos no Brasil.

Ao término da descrição será efetuada uma análise comparativa, para identificação das similaridades e diferenças importantes entre os casos pesquisados relacionando-os com a teoria.

Caso 1: Profit – TI

A Profit-TI é uma empresa de tecnologia que oferece soluções com foco no segmento de RH, englobando empresas de diversos portes e setores¹⁵.

Criada em 1996, teve o plano de negócios premiado pela PUC-Rio e em 1997 passou a fazer parte do Instituto Gênesis da PUC-Rio (Incubadora Tecnológica de Empresas). A empresa se graduou no final de 2001 e hoje conta com um portfólio de 30 empresas como clientes, todas líderes em seus respectivos segmentos de atuação.

¹⁵ No anexo 3, encontra-se uma descrição mais detalhada dos serviços oferecidos pela empresa.

Histórico

A história da Profit-TI tem início no ano de 1996 quando o empreendedor José Louis Essabá resolveu abrir uma empresa. Desiludido com o mercado financeiro, devido a uma experiência negativa em um estágio, José Louis estava no último período de graduação de administração na Puc-Rio com as dúvidas que atormentam todos os jovens nesta fase. Discutindo com um colega de turma sobre escolhas futuras, acabou resolvendo ser micro empresário.

José Louis fundou a Profit-TI com outros dois sócios. A proposta da nova empresa era desenvolver um projeto inovador chamado Top Fashion. A idéia era montar um portal vertical que reuniria as indústrias têxteis, de cosméticos e de moda. O projeto já incluía conceitos como B2B, B2C e leilão. O diferencial da empresa era sua rede de relacionamento. Uma das sócias havia trabalhado anos na Elite Modas, possuindo, portanto diversos contatos na indústria.

Apesar de viável, o projeto Top Fashion acabou não indo para frente devido principalmente à falta de recurso. Segundo as palavras do próprio José Louis “o problema que tivemos é que em 1996 não existia a Internet como ela é hoje, estava bem no começo, pouca gente tinha computador, a infra-estrutura de telecomunicações era precária (...) naquela época não tinha um Angel que pudesse vislumbrar esse projeto (...) Se tivesse tido alguém para investir talvez estivéssemos bilionários hoje”.

Ao final de 1996, dois dos sócios saíram da Profit-TI, restando apenas José Louis. Naquele momento a empresa esteve prestes a fechar quando Rodolfo de Paula, um amigo de longa data, sugeriu que a empresa deveria tentar entrar na incubadora da Puc-Rio. Em 1997, foi exatamente isso que aconteceu e Rodolfo acabou se tornando sócio da empresa, sendo o

responsável por toda a área de tecnologia (cargo que exerce até hoje em dia). A partir desse momento, a Profit inicia realmente sua trajetória de crescimento.

O Processo Empreendedor – Descoberta da oportunidade

Em 1997 a empresa possuía dois computadores antigos, dois estagiários pagos pela incubadora e dois sócios obstinados. Apesar de o projeto Top Fashion ter sido utilizado para facilitar a entrada na incubadora, os dois empreendedores estavam conscientes que este já havia acabado. Portanto, decidiram atuar em duas frentes de trabalho: de um lado vender *websites*, com o objetivo de gerar um caixa mínimo para sobrevivência da empresa e por outro buscar o desenvolvimento de novos produtos.

Dentro dessa área de novos produtos havia algumas idéias que foram testadas, como por exemplo, um produto para registrar tráfego de Internet que acabou não indo para frente. Certo dia, em uma das visitas feitas por grandes empresas programadas pela incubadora, a Rede Globo solicitou às incubadas um processo de captação de estagiários da companhia. A Profit foi selecionada para realizar o projeto e este acabou sendo um sucesso. Pouco tempo depois, uma empresa de tecnologia de segurança da informação, chamada Módulo, solicitou um projeto semelhante e o resultado foi o desenvolvimento de uma ferramenta de RH chamada Web-Hunter, que acabou se tornando o principal produto da Profit até os dias de hoje.

É importante ressaltar o papel desempenhado pela incubadora nesse início da Profit. Segundo José Louis “a grande vantagem na época de estar dentro de uma instituição como a Puc, era ter acesso a pessoas como o Fernando Néri, da Módulo, e aos professores, o grande ponto da incubadora foi colocar a empresa em contato com pessoas do mercado e de abrir portas”.

O Processo Empreendedor – Avaliação da oportunidade

Com o produto em mãos, os empreendedores da Profit iniciaram a avaliação dessa oportunidade. Durante a Mostra Puc (uma feira de recrutamento promovida anualmente na Puc-Rio), eles apresentaram a novidade para todas as pessoas responsáveis por recrutamento e seleção que estavam na feira (gerentes e diretores). Com uma receptividade impressionante, percebeu-se um nicho de mercado valioso para a empresa.

Em paralelo a essas apresentações, foram realizados mais dois projetos piloto junto a Telerj e Petrobrás¹⁶, em que o produto foi aperfeiçoado e sua eficiência comprovada. Mais ainda, as perspectivas do mercado se mostraram favoráveis.

O Processo Empreendedor – Desenvolvimento da oportunidade

Nesse momento a empresa muda de estágio e passa a priorizar a ferramenta de RH, Virtual Hunter. De acordo com uma reportagem do Jornal do Comércio de 1998¹⁷:

“Otimista, José Louis Essabbá acredita que a empresa possa fechar o próximo ano com um faturamento de US\$ 250 mil. Em 98, a receita deve ficar na casa dos US\$ 100 mil. Para alcançar um crescimento desse porte, a empresa espera contar com a divulgação de seu produto no mercado, participando, inclusive, de feiras voltadas exclusivamente para o setor de Recursos Humanos. Acrescentando que a empresa terá que aumentar o atual grupo de funcionários, formado por dez pessoas, nos próximos meses”.

Apesar dessas perspectivas, o ano de 1999 foi difícil para a Profit. A empresa não atingiu o crescimento esperado e a falta de recursos financeiros acabou inviabilizando uma série de oportunidades.

¹⁶ Informe Genesis, novembro de 1999.

¹⁷ HEAD HUNTER VIRTUAL NOS LABORATÓRIOS DA PUC-RIO - Jornal do Comercio, 1,2,3 de novembro de 1998

Durante esse ano, em mais um evento promovido pela incubadora, Rudolph Horn (que se tornaria investidor informal da Profit) realizou uma palestra na Puc e deixou seus contatos para eventuais dúvidas. José Louis acabou enviando um e-mail em busca de dicas para possibilidades de negócio e naquele momento teve início a relação investidor/ empreendedor que perdura até os dias de hoje.

Etapas do Investimento Informal – Procura de Oportunidades

A primeira fase do investimento informal – Procura de Oportunidades – ocorreu de forma bem peculiar no caso da Profit. Na verdade, nem o empreendedor nem o investidor estavam vislumbrando uma possibilidade de investimento quando estreitaram relações.

Conforme dito anteriormente, José Louis conheceu Rudolph na incubadora e buscava, não mais que conselhos para o desenvolvimento de seu negócio. Havia um desconhecimento, quase que total, sobre o que seria um investimento “anjo” e a possibilidade de negócio surgiu graças ao período turbulento que a empresa estava vivendo. Segundo José Louis:

“eu nem estava pensando nisso (investimento anjo). O que pensei foi que ele tem muitos contatos e talvez possa nos ajudar de alguma forma.(...) nós começamos a conversar, e nem sei como essa conversa evoluiu a uma proposta para ele se tornar nosso Business Angel. (...) E estávamos naquela expectativa, porque a empresa estava num ponto onde ou eles entravam como Angel ou tudo acabava”.

Já no caso do investidor Rudolph, apesar de já possuir experiência no investimento em pequenas empresas de base tecnológica, em nenhum momento pensou na possibilidade que aquelas conversas informais com jovens empreendedores da PUC pudessem evoluir para uma sociedade. Na verdade, Rudolph era membro do Conselho de Desenvolvimento da Puc e mentor da incubadora, sendo o seu papel assessorar empresas incubadas. Segundo o investidor “me nomearam mentor da incubadora e então foi quando comecei a conversar com

várias empresas, dando assessoria e apareceu a Profit (...) comecei ajudando a eles, não tinha intenção de investir; no meio do caminho me convidaram para entrar e acabei aceitando”.

Etapas do Investimento Informal – Avaliação de Oportunidades

Por parte dos empreendedores o processo de avaliação de oportunidades foi bem simples. Eles sabiam exatamente que o aporte de “anjos” na empresa seria vital para sua sobrevivência e alavancagem futura.

Já no caso do investidor, o processo foi um pouco mais complexo. Rudolph buscava em uma boa oportunidade de investimento conciliar um bom negócio com boas pessoas. Para o investidor: “primeiro você tem que ter uma certa empatia pelo negócio, porque dizer que a coisa já vai dar certo ou não pelo um plano de negócios é muito relativo. Em seguida, é necessária uma empatia pelas pessoas, principalmente com as pessoas que estão ali, porque são elas que carregam o barco”.

A avaliação de Rudolph foi composta basicamente por três elementos. Primeiro ele avaliou o tamanho do mercado, através da sua experiência profissional da IBM, em que percebia uma deficiência nas ferramentas de RH, e através de viagens ao exterior em que vivia situações que mostravam claramente o potencial do mercado de Recursos Humanos no mundo todo. O segundo elemento avaliado foi a qualidade da ferramenta da Profit. Rudolph falou com diversos amigos e principalmente com Clênio, ex-diretor de RH da IBM, que acabou se tornando o outro investidor informal da empresa. Clênio ficou muito impressionado com a qualidade do Virtual Hunter. Por fim, houve a avaliação dos empreendedores, na verdade essas conversas duraram quase um ano, garantindo uma relação de confiança muito forte entre as partes.

Etapas do Investimento Informal – Negociação

Passada esse período de um ano, os investidores e empreendedores se tornaram sócios. Um ponto interessante em todo o processo de investimento foi o mecanismo de negociação praticado. Apesar de o poder de barganha estar todo concentrado nas mãos dos investidores, havia uma percepção clara de todas as partes que o que estava sendo criado era uma parceria. Como a negociação era o início dessa parceria, esta deveria ser o mais justa possível com todos os envolvidos satisfeitos.

No início de 2000, houve uma reunião com os dois empreendedores, José Louis e Rodolfo de Paula, e com os dois investidores, Rudolph e Clênio, para definir próximos passos. Foram definidos os investimentos necessários e o quanto os investidores estariam aportando no primeiro momento. O raciocínio acordado foi: os empreendedores entram com trabalho e os investidores com dinheiro. Como a empresa não tinha recursos suficientes para pagar um salário compatível com o mercado aos empreendedores, a diferença era computada como se fosse um investimento. Ou seja, quando a empresa começasse a dar lucro este seria utilizado para ressarcir o capital dos investidores e o investimento em trabalho dos empreendedores. Ao final cada sócio teria $\frac{1}{4}$ da Profit.

Avaliando a negociação Rudolph considera que “não tinha como ninguém falar nada sobre a negociação. (...) foi muito simples e fácil”.

Nesse momento os papéis de cada agente foram claramente definidos. José Louis ficou responsável pela parte comercial e de gestão do negócio. Rodolfo de Paula deu continuidade ao seu foco em tecnologia. Clênio passou a frequentar a empresa três vezes por semana, sendo

o responsável pela área administrativo-financeira e Rudolph ficou sendo uma espécie de pai, que enxergava a empresa de forma mais estratégica.

Etapas do Investimento Informal – Pós-investimento

As expectativas com relação a sociedade eram as melhores possíveis. De um lado, empreendedores com a certeza que a empresa estava dando um grande passo rumo à sustentabilidade e de outro, investidores buscando lucros no longo prazo através de uma participação ativa no novo negócio.

Essa participação dos investidores na Profit teve diversos componentes. Rudolph sintetiza todos eles em uma simples colocação: “toda empresa que começa precisa de acesso a três coisas: mercado, dinheiro e experiência. Essas três coisas eram onde eu podia ajudar. Abrir portas, trazer dinheiro, e alguma experiência”.

A primeira área em que houve uma participação ativa dos investidores foi na própria modelagem de negócio e produto. Logo que entraram na empresa, a visão de negócio foi completamente modificada. Os empreendedores queriam vender *software*, enquanto Rudolph acreditava que o foco deveria ser transformar venda de *software* em venda de serviço através da Internet. Logo de início o conceito do negócio foi modificado, e, nas próprias palavras de Rudolph, “todos estão descobrindo o filão que é vender serviço em vez de produto”.

Definido o produto, iniciou-se a estratégia de vendas e busca de novas oportunidades. Nesse momento a orientação dos investidores foi vital. Definiu-se, inicialmente, a importância dos “clientes âncora”. José Louis afirma “que o desafio que Rudolph me colocou foi - nesse primeiro ano quero três clientes referência, não se preocupe com resultado, apenas com os três

clientes de referência, é isso que vou cobrar no final do primeiro ano – (...) eu trouxe a GE, a Petróleo Ipiranga e a GM”.

Em seguida, as redes de contato dos dois investidores começaram a ser ativadas. Não foi utilizada nenhuma ferramenta antiética para gerar novos negócios para empresa, porém os investidores apresentavam a Profit para grandes corporações que tinham algum relacionamento. Segundo José Louis “o máximo que Rudolph faz é mandar um e-mail recomendando a ferramenta, pedindo para ouvir os garotos, jamais usou a influência dele para contratarem os nossos serviços”.

Um papel importante no crescimento da empresa foi desempenhado pelo investidor Clênio. Este freqüentava a empresa e até hoje freqüenta, pelo menos três vezes por semana, dando segurança ao grupo e executando todo o trabalho administrativo financeiro. Clênio adotou um sistema de gestão por fluxo de caixa em que ao final de mês, contabilizava os recursos necessários para fechar as contas da empresa, depositando capital junto com Rudolph.

Um outro desafio que a Profit passou, em que a experiência de pessoas mais velhas ligadas ao mercado foi importante, está relacionado ao seu crescimento. Na verdade, uma das maiores dificuldades de uma pequena empresa é saber quando e como crescer. Rudolph resume esse problema da seguinte forma:

“uma das coisas que se discutia era se valia a pena ir ao Bndes buscar dois milhões de dólares. Conversávamos e percebíamos que isso não é uma maneira sólida de crescer, com dois milhões de dólares afundamos (...) saber crescer é um pulo do gato, que é muito difícil, muitas empresa morrem no meio do caminho, pois não sabem crescer, não sabem quando crescer e como crescer. (...) na Profit, os empreendedores eram muito ávidos para crescer mais rápido, porém conversando perceberam que o caminho é esse mesmo”.

Toda essa experiência dos investidores, que foi passada para empresa, acabou auxiliando na construção de seus próprios valores. Questões como formação de cultura, preocupação com os clientes e estabelecimento de padrões éticos foram comentados por Rudolph como áreas em que eles (investidores) atuaram. Como exemplo é citado que o fato de os recursos serem escassos fez com que a empresa desenvolvesse uma cultura austera, com uma preocupação de se economizar ao máximo.

José Louis vai ainda mais fundo nessa questão dos valores: “O próprio Rudolph e Clênio trouxeram toda essa coisa do *fair play* da IBM, jogamos muito limpo, respeito aos clientes, transparência, respeito ao pessoal aqui da Profit, ninguém fica fazendo hora extra, só em ultimo caso (...) outra coisa que trouxeram da cultura deles, é estar acessível a todo mundo, na IBM chamava de portas abertas”.

Por fim, vale ressaltar o papel dos investidores nos problemas diários da empresa. Questões como uma negociação mais complicada e necessidade de demissão, situações nunca vivenciadas pelos empreendedores, eram sempre solucionadas com os conselhos dos “anjos”, especialmente Clênio, já que estava mais presente. Comentando um exemplo, José Louis afirma: “nessa questão de negociação, as empresas colocam pressão em cima de uma empresinha como a Profit, aprendi na prática a negociar com essas empresas, e várias vezes tive situações complexas que chegava para Clênio, e agora, o que eu faço?”.

Descrevendo o caso do relacionamento empreendedor/investidor da Profit, percebe-se que um dos principais fatores que levaram ao seu sucesso está ligado à confiança e à cooperação entre os agentes. Segundo Rudolph a abordagem que os investidores buscaram foi a mais humilde possível, nas suas palavras “se você for arrogante e quiser dizer uma série de coisas, se você

achar que entra com o dinheiro, é o rei e que vai mandar e desmandar, aí não se chega a lugar nenhum”.

Essa abordagem acabou gerando um resultado fantástico, como pode ser notado nos comentários de José Louis: “eu acho que esse casamento, usava até o termo dos ‘cabeça grisalha’ com os mais novos, na Profit deu muito certo. Eu não sei se é porque nós temos uma postura de ouvir e aprender com eles.(...) as coisas estão acontecendo mais ou menos como previsto, e uma coisa bacana é que às vezes temos aquela afobação de saber se vai dar certo ou não vai, e ele (Rudolph) passa”.

Pode-se notar que toda essa troca de conhecimento e informação ocorreu de maneira muito informal. Apesar de a empresa possuir um sistema de controle financeiro e de vendas *on-line*, em que todos têm acesso, além de reuniões de planejamento freqüentes, o aprendizado mesmo ocorre no dia-a-dia. Por um lado tem-se a presença de Clênio pelo menos três vezes por semana, por outro Rudolph tem uma sala comercial ao lado da Profit, o que facilita sua participação ativa no negócio.

Resultados da Participação dos Investidores

Os resultados práticos do investimento informal na Profit podem ser percebidos na sua consolidação no mercado. No final de 2003 a empresa ultrapassou o chamado “cabo da boa esperança” (*break even*) e começou a gerar lucro. Um ano depois foi aberto um escritório de vendas em São Paulo e a perspectiva para os próximos anos é uma expansão para todo o Brasil e para o mercado internacional. Além disso, os sócios possuem a ambição de criar uma *holding* em que Recursos Humanos seria apenas o primeiro de diversos segmentos no mercado de aluguel de software.

Segundo José Louis os investidores trouxeram muita experiência e vivência de negócios, “acho que eles são um MBA”. Ao avaliar os recursos adquiridos, o empreendedor percebe que 40% foram financeiros e 60% *know-how*, recursos intangíveis que na visão de José foram o diferencial da sua empresa em relação a outras.

Rudolph descreve os resultados gerados de sua participação da seguinte maneira: “primeiro, acredito que toda a estratégia estabelecida foi vitoriosa, a mudança do produto, a escolha de clientes preferência, portfolio de clientes, qualidade, essas coisas que hoje estão totalmente incorporadas na cultura da organização”.

É importante notar que tanto investidores quanto empreendedores não demonstraram uma insatisfação com o outro. Ao serem indagados sobre o que teriam feito deferente, foram unânimes em afirmar que não houve nenhum problema. O único ponto levantado está ligado à questão do *pró-labore* dos empreendedores, que rapidamente foi resolvida. Sobre o episódio José Louis comenta:

“Um dilema que tivemos, ocorreu no início quando tínhamos quatro sócios, onde dois tem a vida ganha e dois estão começando, ou seja, as necessidades são diferentes. Havia a discussão do valor que iríamos receber todo o mês. Por um lado, não queríamos passar a impressão que os investidores estavam nos sustentando, por outro precisávamos de alguma retirada para sobreviver. (...) após algumas conversas, acredito que todos compreenderam os diferentes pontos de vista e rapidamente chegamos a um acordo”.

Entraves Ao Mercado de Anjos – O papel das Políticas Públicas

Por fim, passada toda a experiência do investimento informal, empreendedores e investidores acreditam que o mercado de anjos apresenta uma série de entraves que devem ser superados.

Para José Louis, um dos grandes problemas é a falta de qualificação de empreendedores e conseqüentemente, de novos negócios. Segundo José a falta de experiência e seriedade acaba levando diversos negócios, que se diziam bilionários, a falência. Outro ponto levantado é a informação, “falta um modelo de business *angels*, ninguém sabe exatamente como ele entra e como ele sai no Brasil”.

O empreendedor ressalta também o papel das incubadoras de empresas. Para José, “incubadoras de forma geral estão muito mais preocupadas em sobreviver do que em fazer as empresas crescerem”. O problema é que segundo ele, pequenas empresas não têm grande credibilidade no mercado. Assim, é a chancela de uma incubadora que pode acabar angariando oportunidades.

Justamente nessa direção que Rudolph acredita ser o objetivo das políticas de desenvolvimento do mercado de investidores informais. Para ele, uma incubadora como a Puc poderia focar nos três aspectos considerados cruciais: acesso a dinheiro, mercado e experiência.

Caso 2: MHW

A MHW nasceu em 1994, por iniciativa de quatro empreendedores. Seu principal produto foi uma ferramenta de educação a distância chamada UniverSite¹⁸. A empresa fez parte do Projeto Gênese da Puc-Rio, sendo a primeira a graduar-se.

A MHW passou por quase todas as etapas de financiamento empreendedor. Em 1997, recebeu um aporte de 11 investidores anjos. Em seguida recebeu mais duas capitalizações de fundos de Capital de Risco, na ordem de 12 milhões de dólares. No final de 2000 a empresa foi vendida à Xerox do Brasil, sendo incorporada à estrutura interna da companhia dois anos mais tarde.

Histórico

Segundo os empreendedores, a MHW teve início em uma aula de planejamento de negócios da Puc-Rio. Franklin Madruga, estudante de engenharia de computação da Puc, inspirado nas histórias de sucesso de empresas norte-americanas que começaram em garagens, resolveu abrir uma firma brasileira. Reuniu 14 amigos em sua casa para uma conversa, em que foi apresentada a idéia de ser empreendedor. Dos que estavam presentes, apenas três pessoas se interessaram, sendo duas delas Alexandre, irmão de Franklin, e José Felipe, colega de classe. Formada a equipe, os novos empresários começaram a pensar no produto que desenvolveriam. Por coincidência, eles estavam fazendo uma cadeira de gerenciamento de novos negócios com o professor Salim, em que o trabalho final era a confecção de um produto, com seu respectivo plano de negócio. Como Franklin possuía um tio que precisava

¹⁸ Criado pela MHW para oferecer recursos interativos de Ensino a Distância via *Web*, o UniverSite otimiza o dia-a-dia das empresas que buscam manter seus funcionários sempre atualizados. O produto funciona como uma universidade virtual, criando um ambiente intuitivo muito próximo ao do ensino tradicional em sala de aula. O conteúdo educacional é ministrado por meio de recursos multimídia, hipertextos e *links*, tornando o processo de aprendizado mais dinâmico e intuitivo. O UniverSite é um software multilíngüe, oferecido em português, inglês e espanhol, e facilmente localizado para outro idioma.

informatizar suas fazendas no Maranhão, os alunos desenvolveram um software de agro-negócio.

O resultado ficou muito bom tecnicamente, sendo totalmente incorporado pelo parente do Franklin. Assim, a empresa foi fundada, e todos os esforços se concentraram nesse produto que se chamava MHW Controle Bovino. Apesar do forte trabalho de vendas desenvolvido, inclusive com a participação em feiras relacionadas ao setor, o resultado foi um desastre. Segundo Franklin “o erro foi que apesar da qualidade do produto, faltaram alguns conceitos, faltou um agrônomo na equipe para dar as orientações do que a Embrapa precisava, as exigências, coisas do dia a dia da fazenda que o produto não incorporava. (...) foi muito mais uma necessidade do meu tio do que uma versão para o mercado”.

Em 1995, com todos os empreendedores formados, houve a tentativa de lançamento de um novo produto que pudesse justificar a existência da empresa. Os empresários criaram o Virtual Car Shopping, que foi o primeiro shopping de vendas de carros da Internet brasileira. Pela primeira vez tiveram grande sucesso. O *site* chegou a possuir mais de 20 anunciantes, com vendas de 70 carros só no primeiro ano. Diversas publicações importantes no segmento de Internet fizeram reportagens sobre o novo modelo de negócios que estava sendo criado. Novamente, apesar das boas perspectivas, a MHW sofreu um revés. Dessa vez, a principal razão foram as crises financeiras mundiais de 1997, que reduziram o poder de compra da população brasileira e, conseqüentemente, as vendas de carros praticamente acabaram.

Depois de dois anos de trabalho duro e muitos insucessos, os empreendedores se questionaram se realmente valia a pena continuar com essa idéia de empresa própria. Nesse período, surge a alternativa da incubadora e as perspectivas começam mudar.

O Processo Empreendedor – Identificação e avaliação da oportunidade

Foi o professor Salim quem apresentou a proposta da incubadora de empresas da Puc-Rio para MHW. Os únicos pré-requisitos eram: um plano de negócios bem estruturado, um projeto que realmente fosse viável e que os fundadores fossem alunos ou ex-alunos da universidade.

Segundo Franklin, essa foi a primeira vez que os empreendedores refletiram sobre o que fazer. Nas suas palavras, “nós paramos e pensamos no que investir, pois boi e shopping não deram certos, assim resolvemos investir em *e-learning*, porque era muito badalado nos EUA e no Brasil não existia”.

Com o foco na criação de um produto de ensino a distância, a MHW foi aceita em primeiro lugar na incubadora, como o melhor plano de negócios apresentado. Nesse momento, seu objetivo era em um ano, desenvolver o produto e iniciar vendas aos primeiros clientes.

O Processo Empreendedor – Desenvolvimento da oportunidade

Apesar de ser um mercado promissor, ensino a distância em 1997 era algo muito incipiente. Segundo José Felipe “na verdade, ensino a distância não sustentava ninguém naquela época. Tivemos que desenvolver uma série de projetos que não tinham a ver com nosso objetivo para sustentar um grupo da empresa para fazer o produto”.

Portanto, a empresa se estruturou da seguinte forma: havia um grupo que estava desenvolvendo projetos, como *intranet*, *sites*, etc, e outro que estava só pensando em produtos do mercado de ensino a distancia e modelando os negócios. Nesse sentido, um núcleo sustentava o outro.

Em meados de 1998 a empresa vende seu primeiro produto de ensino a distância, um *site* conteúdo, com um curso de contabilidade básica para Embratel. Pouco tempo depois, a versão beta do UniverSite fica pronta e começa a ter uma boa aceitação do mercado. Rapidamente empresas como Xerox, Petrobrás e Embratel tornam-se clientes. No final desse ano, a empresa busca graduar-se da incubadora. Com 23 funcionários e mais de um milhão de reais em faturamento, surge a necessidade de capital para investimentos em mobília, equipamento e aluguel de sala.

Etapas do Investimento Informal – Busca de Oportunidades

A partir dessa necessidade de capital, Franklin chama o professor Salim para se tornar investidor “anjo” da MHW. Como Salim não dispunha de todo o capital necessário para sustentar o crescimento da empresa, este acaba convidando diversos amigos que compartilhavam do interesse em ensino a distância, para se tornarem investidores. Dentre esses, Nelson Hochman, então funcionário da Eletrobrás, é contatado.

Etapas do Investimento Informal – Avaliação de Oportunidades

O processo de avaliação da oportunidade de investimento foi longo. Na verdade, o “namoro” entre empreendedores e o investidor Salim durou, praticamente todo o período de incubação. Salim atuava como conselheiro informal da empresa, já que os empresários tinham sido seus alunos em 1994.

Segundo os empreendedores, três fatores influenciaram a escolha de Salim para desempenhar o papel de investidor anjo da empresa. O primeiro deles está relacionado a sua competência. Nas palavras de Franklin “a gente acreditava que era uma pessoa que tinha experiência, já conhecia muito de negócios. A primeira coisa que pensamos era agregar conhecimento,

experiência, porque todos nós éramos jovens com 21 anos e precisávamos de alguém com vivência”.

O segundo ponto está relacionado ao próprio momento da empresa. Conforme dito anteriormente, havia a necessidade de capital para a mudança da incubadora para uma sala comercial, além de toda a infra-estrutura tecnológica. Nesse sentido, a entrada de investidores representava recursos financeiros, sem a necessidade de endividamento. Por fim, os empreendedores acreditavam na rede de relacionamentos de Salim, como um diferencial para a entrada no mercado. Segundo José Felipe “víamos o Salim como canal para uma rede muito grande de potenciais clientes. Na época, educação a distância ainda estava muito ligada à universidade”.

No caso dos investidores, alguns pontos motivaram o aporte de recursos na MHW. Primeiramente, o mercado em si. Segundo Nelson “achávamos que o produto, segmento e indústria eram muito interessantes, ensino a distancia era uma coisa nova que estava começando naquela ocasião”. Além disso, Salim considerava os empreendedores “jovens brilhantes”, que apesar da pouca idade já demonstravam um amadurecimento muito grande.

O terceiro ponto que motivou o investimento, esta relacionado à sinergia entre o produto, a Puc e todos os 11 investidores. Para Nelson, “era uma aplicação interessante, pois envolvia a área acadêmica, parte de ensino e informática, de forma que todos os investidores tinham interesse na área acadêmica ou informática. Havia um grande afinidade com a operação da empresa”.

Etapas do Investimento Informal – Negociação e Expectativas

Como era a primeira vez que ambas as partes estavam realizando uma negociação de investimento informal, esta acabou sendo bem amadora. Inicialmente houve uma discussão sobre a necessidade de capital para a empresa sobreviver. Em seguida, Salim convidou diversos amigos para que os recursos fossem divididos por todos os investidores. A participação percentual na empresa foi definida com base no senso comum. Segundo Salim “o bom senso do Franklin, associado a minha vontade de fazer dar certo, fez com que conseguíssemos achar os pontos de equilíbrio”. Franklin era o interlocutor dos empreendedores e Salim dos investidores, o que era acordado por eles, acabava sendo seguido por todos os outros.

O resultado de toda a negociação foi satisfatório. Segundo Franklin “na medida do possível foi tranqüilo, as partes estavam com muita boa vontade em querer que o negócio funcionasse”. José Felipe acrescenta, “não tínhamos visão de levar dinheiro naquele momento, mas sim sustentar a idéia, investir para poder chegar num ponto acima. Na verdade, não tínhamos opção, se a gente quisesse continuar acreditando, tínhamos que seguir aquele caminho”.

Terminada negociação, a MHW recebeu um aporte de mais ou menos 30 mil reais de cada um dos 11 investidores. Tornou-se a primeira empresa graduada da incubadora da Puc e iniciou uma nova etapa no seu processo de crescimento.

Etapas do Investimento Informal – Pós-Investimento

Já estávamos no final de 98 e a empresa começou a experimentar um crescimento espantoso. Segundo José Felipe, “esse foi o período que dormimos com 20 funcionários e acordamos

com 60”. O mercado estava bem receptivo e as vendas cresciam de forma exponencial. A MHW chegou a possuir 25% de *market share* do segmento de ensino a distância no Brasil. Durante toda essa etapa, a participação dos investidores foi intensa.

Evidentemente, a primeira participação foi com dinheiro. A empresa montou uma infraestrutura capaz de suportar todas as expectativas de crescimento. Inclusive, os “anjos” chegaram a fazer uma segunda rodada de capitalização para garantir que as metas fossem alcançadas.

Um outro papel desempenhado foi a questão da rede de relacionamentos. Como eram 11 investidores, com carreiras já estabelecidas, o potencial era imenso. Segundo Salim “quando se tem uma empresa absolutamente desconhecida, pior ainda, trabalhando com uma área absolutamente nova, é vital se chegar com uma pessoa mais emblemática, mais conhecida, que consiga abrir uma porta e fazer a sua voz ser ouvida pelos responsáveis das empresas (...) esse papel nós fizemos muito bem”.

Além disso, percebe-se uma preocupação, por parte dos investidores, em passar toda a experiência para os jovens empreendedores. Falando ainda sobre *network*, Salim afirma que “não adiantava irmos falar e depois eles (empreendedores) fazerem como se fossem empregados nossos. Eles iam juntos e falavam também, eram visíveis para os clientes para que aos poucos começassem a ganhar credibilidade sobre o seu trabalho”.

Um ponto interessante nessa relação foi a participação direta de três investidores no dia-a-dia da empresa. Segundo Salim “eram uma turma de *nerds* fantásticos, mas que não sabiam administrar uma firma”. Nesse sentido, Nelson participou da área administrativo-financeira da

empresa e outros dois investidores trabalharam com marketing e vendas, respectivamente. Segundo Nelson “como os empreendedores eram muito jovens e nós, investidores, já tínhamos alguns anos de experiência, participamos diretamente na organização, estabelecendo processos e estrutura”. Para José Felipe, os jovens se preocupavam com a tecnologia, os “velhinhos” com a administração e ambos, com marketing e novos negócios.

Vale ressaltar, todo o auxílio prestado na parte burocrática da organização. Salim atuava diretamente na confecção dos contratos da empresa, além de participar da formulação de propostas. Um exemplo curioso desse papel ocorreu durante um pedido de financiamento junto a Finep, que foi alcançado graças à presença dos investidores como fiadores.

Se por um lado havia a participação direta de alguns investidores no dia-a-dia da empresa, os outros oito também estavam bem atentos. Havia reuniões periódicas (pelo menos mensais) entre todos os investidores, quando eram discutidas estratégias e oportunidades de novos negócios. Segundo Nelson, “havia uma participação indireta de todos, seja através de sugestões ou com a apresentação de clientes”.

Uma outra questão crucial no crescimento da MHW, foi a preocupação dos investidores em tentar crescer da maneira mais sustentável possível. Como os empreendedores eram muito jovens, a ânsia por crescer poderia ter ocasionado alguns problemas. José Felipe sintetiza essa questão da seguinte maneira:

“eles participaram ativamente nas chamadas dores de crescimento. Você sente um dor de crescimento quando começa a crescer e não tem muita estrutura. Você não sabe muito bem como crescer, não tem estrutura orgânica, então começa a doer. A empresa sente isso na hora, na época eram apenas os sócios, depois entrou mais gente, quer dizer, chegávamos a problemas de decisões que a gente não poderia ter

resolvido se não tivéssemos um grupo com um pouco mais de cabelo branco para ajudar”.

Salim acredita que o ponto fundamental para entender o relacionamento empreendedor/investidor na MHW, é a noção de que o dinheiro era apenas um elemento no processo. Na verdade, o principal era, de fato, a colaboração e participação que estava sendo aportada. Nas suas palavras “era o quanto nós, junto com eles, acreditávamos que daria certo, eles tinham muita garra para fazer, mas não tinham experiência, vivência de empresa (...) estou absolutamente convencido de que o maior aporte que o *Angel* faz é a sua experiência associada a capacidade de realização dos jovens”.

Com essa sólida parceria, a empresa continuou crescendo. Um ano depois, já contava com grandes clientes nacionais. Buscando um crescimento ainda maior, foi realizada uma primeira rodada de investimentos de *Venture Capital*. A firma JTDC Empreendimentos, formada por distribuidores Cisco no Brasil, realizou o aporte que permitiu a entrada no mercado de São Paulo e uma melhora nas condições de trabalho de todos os funcionários. Meses depois, aproveitando o boom da *internet*, a empresa recebeu uma nova rodada de investimento, agora do fundo *LatinTech*. Foram alguns milhões de dólares que permitiram a entrada da companhia no mercado internacional.

Nesse período, houve uma profissionalização muito grande da empresa. Segundo Franklin “precisamos virar S.A., publicar balanço, fazer acordo de acionista, cláusulas, conselho de administração, ata de eleição, etc”. O papel dos anjos passou a se limitar a reuniões de conselho, em que Salim era o representante dos investidores. Apesar de limitado, estes ainda desempenhavam uma função importante. Segundo o próprio Salim “era um papel ainda importante, pois nós conhecíamos o coração da empresa, a capacidade do trabalho dos

meninos, as objeções do mercado em entrar no ensino a distância e os valores que eles consideravam importantes. (...) nós ajudamos os meninos a serem mais bem compreendidos por uma visão de finanças, que era a visão da LatinTech”.

É importante ressaltar que todo esse relacionamento investidor/empreendedor só foi possível graças a uma forte confiança entre as partes. Além disso, uma percepção dos empreendedores, que a presença de pessoas mais maduras seria fundamental. Para José Felipe “tínhamos uma necessidade que não era muito comum em empresas desse tipo, necessidade de experiência. Não fomos do perfil arrogante de empresa de bolha de Internet. (...) precisávamos de pessoas com experiência, vivência de projetos e negócios, que pudessem atuar como contatos e abrir ainda mais portas para a empresa”.

Resultados da Participação dos Investidores

O resultado de todo esse trabalho e empenho foi um crescimento espantoso. Em apenas três anos (1997-2000), a empresa passou de 10 para 100 funcionários, vendendo mais de 100 mil licenças do UniverSite, com escritórios na Argentina, Peru, Venezuela, México, EUA, entre outros países. O faturamento anual quintuplicou (cinco milhões de reais) e a MHW conquistou diversos prêmios¹⁹.

Para Franklin, o papel desempenhado pelos investidores anjos foi extremamente relevante²⁰.

Nas suas palavras “até um determinado tamanho de empresa, foi uma experiência super proveitosa, uma troca muito interessante, nós muito jovens e eles agregaram conhecimento,

¹⁹ Em 1999, "empreendedor do ano", concedido por uma consultoria multinacional; primeira solução para Web da América Latina a receber o selo "Microsoft Designed for BackOffice"; Empresa do Ano, concedido em conjunto pela Associação Nacional das Entidades Promotoras de Empreendimentos de Tecnologia Avançada (Anproetc) e pelo Sebrae, CNPq e CNI/IEL, além disso, o Projeto Gênesis do núcleo Softex, apontou a MHW como melhor empresa do País em sua categoria.

²⁰ Nas mãos dos anjos: Folha de São Paulo (11-07-2004) e Jornal da Puc, nº97-Abril de 2000.

dicas, conceitos, relacionamentos, abertura de portas, trouxeram negócios para empresa (...) isso foi muito bom, pois nos trouxe um amadurecimento”. Nelson é ainda mais direto ao afirmar que “a empresa fatalmente não teria sobrevivido sem a nossa (investidores) colaboração, tanto o recurso financeiro, quanto à ajuda na gestão e dia a dia da empresa (...) nós fomos uma espécie de ponte para a entrada de um investidor pesado”.

No início de 2001, um novo fato ocorre na história da MHW. A Xerox, então principal cliente da empresa, faz uma proposta de compra da companhia. Nesse momento, anjos e capitalistas de risco vendem suas parcelas e a Xerox, passa a controlar 80% do capital da empresa, deixando os outros 20% para os empreendedores. Segundo uma reportagem da Folha de São Paulo²¹, “com a aquisição, a Xerox pretende aumentar a oferta de produtos e serviços nas áreas de educação à distância e *Knowledge Management* (gestão do conhecimento)”.

No início, a parceria foi um sucesso, fazendo com que a MHW crescesse ainda mais. Passada a euforia do primeiro ano, a Xerox se viu envolvida numa crise financeira mundial, o que impactou as atividades no Brasil. A empresa começou a tomar decisões equivocadas e os empreendedores eram cada vez menos ouvidos. Seis meses se passaram e Franklin e seus amigos, saíram da companhia. Além disso, acionaram a justiça para garantir parte do valor investido durante anos de trabalho. O resultado foi o recebimento de uma indenização, por parte dos empreendedores e a extinção da empresa, nas unidades operacionais da Xerox.

Apesar do final melancólico, investidores e empreendedores consideram a experiência vivenciada nos anos de empresa fantástica. Todos são unânimes em afirmar que se tivessem a oportunidade, abririam a empresa novamente. Contudo, passado alguns anos, os entrevistados

²¹ Xerox assume controle da UniverSite (Fonte: Folha de São Paulo – 14/02/01).

apontaram questões que teriam feito de modo diferente. Até porque, era a primeira vez que todos os envolvidos se defrontavam com uma situação de investimento informal.

Na visão de Nelson, a questão que poderia ter sido mais bem explorada, está relacionada ao elevado grau de informalidade entre os próprios investidores. Segundo Nelson, “talvez um formalismo tivesse sido mais produtivo”. O investidor acredita que trabalhar com amigos é bom até certo ponto, pois quando as coisas não acontecem como o esperado, a pessoa fica no dilema de discutir com o amigo ou o sócio.

Já o investidor Salim, considera que talvez, o crescimento tenha ocorrido rápido demais. Ele afirma que é fundamental “entender a questão da capacidade de gastar e investir dinheiro”. Segundo o investidor “vivemos um mundo muito autofágico, em que todos querem fazer tudo rápido demais, uma empresa engole a outra, se engole, numa tentativa desesperada de andar rápido (...) andar rápido talvez evite fazer as coisas como se deve (...) é melhor andar um pouco mais devagar, mas fazer de uma maneira mais sólida”.

José Felipe coloca dois pontos que teria feito de modo diferente. O primeiro seria realizar parte do lucro na venda para Xerox. Para o empreendedor, não havia a necessidade de continuarem com 20% da companhia. O segundo está relacionada à falta de maturidade de todos. Segundo José Felipe, o mercado dava sinais claros que estava caminhando para o lado oposto que havia sido escolhido, na suas palavras “analisando agora, fica claro alguns movimentos que poderíamos ter antecipado e não fizemos por completa inexperiência”.

Por fim, de forma mais pragmática, Franklin enumera alguns problemas. Para o empreendedor, os contratos e negociações deveriam ter sido feitos de forma diferente. Na

verdade, o empresário acredita ser fundamental estabelecer de antemão as condições de saída do investimento. Um outro problema citado são as situações adversas. Franklin afirma ser fundamental a confecção de cenários negativos. Nas suas palavras “o brasileiro tende a pensar só nas coisas boas, ninguém pensa no cenário ruim (...) e se der problema, e se tivermos que cortar custos, que demitir gente (...) você deve tomar medidas impopulares, sendo importante que estas sejam anteriormente acordadas”.

Entraves Ao Mercado de Anjos – O papel das Políticas Públicas

Ao serem questionados sobre os entraves ao investimento “anjo” no Brasil, todos os entrevistados citaram questões que julgaram relevantes. Por parte dos investidores, Nelson e Salim apontam três problemas centrais:

- 1) Falta de canais para fazer a ligação entre empreendedores e investidores. Existe o mercado, com pessoas procurando investimentos e empresas recursos, porém os canais não são fortes o suficiente.
- 2) Falta de conhecimento dos investidores. Estes não sabem a melhor forma de atuar nesse mercado. Segundo Salim, “é um problema de compreensão do conceito. Uma das regras básicas do “anjo” é seguir o velho ditado mineiro: namorar, noivar para depois casar. Isso significa que o “anjo” deve conhecer o empreendedor, deve vivenciar um pouco aquilo e identificar se ele sonha da mesma maneira que sonha aquele novo empresário”.
- 3) Formas de atuação no investimento. Salim afirma que a maioria dos “anjos” que conhece, enxerga os empreendedores como empregados, desempenhando um papel de mero conselheiro. O investidor acredita que “os meninos precisam mais do que isso (...) na verdade, é uma relação de parceria, onde dinheiro é apenas um dos elementos”.

Os empreendedores também citaram alguns problemas no mercado de investimento informal brasileiro. José Felipe sugere que o estouro da bolha de Internet gerou uma cultura do medo. Em consequência, vivemos uma retração de investimentos em negócios de alto potencial e alto risco, investidores se tornaram muito conservadores.

Franklin acredita que um dos problemas está nos próprios empreendedores. Para ele, é necessário um preparo, para que os novos “Franklins” dividam o bolo, na verdade, “são poucos os brasileiros que tem essa cultura de crescer para dividir”. Do lado dos investidores, Franklin afirma que temos a necessidade de ensinar pessoas a se tornarem anjos, formar grupos de investimento como o caso da MHW. Por fim, de uma forma mais geral, é enfatizado a ausência das condições de saída no Brasil. É fundamental o amadurecimento do mercado de capitais, caso contrário os investimentos não serão estimulados.

Ao serem indagados sobre o papel do governo em todo esse processo, os entrevistados avaliam que este tem um papel indireto relevante. Seja através do incentivo ao ensino de empreendedorismo nas universidades, seja com um modelo de apoio ao IPO no Brasil. Além disso, caberia ao governo atuar em melhorias nas condições das pequenas empresas nacionais, diminuindo burocracia e impostos, por exemplo.

Caso 3: NetQuant

A NetQuant foi fundada em 2000, com o objetivo de oferecer a gestores financeiros ferramentas analíticas para auxiliá-los em suas decisões estratégicas de investimento. A empresa é especializada no mercado brasileiro e desenvolve suas soluções considerando as

particularidades locais. Em sua carteira de produtos, possui soluções voltadas para fundações, seguradoras, empresas e *assets managers*²².

As ferramentas de gerenciamento e controle de carteiras de investimento da Netquant são desenvolvidas com as mais modernas técnicas e metodologias em finanças, oferecendo aos clientes uma exata compreensão, dimensão e controle do risco de suas aplicações.

O Processo Empreendedor – Identificação, avaliação e desenvolvimento da oportunidade

O processo empreendedor da empresa foi muito rápido. A identificação da oportunidade ocorreu quase que simultaneamente com a avaliação. A história da NetQuant tem início, quando quatro funcionários da empresa *Algoritmics* – firma canadense, líder mundial no segmento de gerenciamento de risco de carteiras - identificam uma oportunidade no mercado financeiro.

Mudanças na regulação dos fundos de pensão privada criaram um nicho específico de mercado que não estava sendo atendido de modo eficiente. Com essa percepção, Marcelo Nazaré e mais três sócios, também com sólida formação acadêmica²³, sugeriram a *Algoritmics* a possibilidade de atender essa demanda nascente. Como a empresa não teve interesse em desenvolver o segmento, os quatro resolveram abrir a NetQuant. Nesse momento, surge à necessidade de investimentos e o investidor informal é contatado.

²² No anexo 3, encontra-se uma descrição detalhada dos serviços oferecidos pela empresa.

²³ Marcelo Nazaré tem Mestrado pelo IMPA e Phd em finanças por Chicago. Os outros sócios possuem Phd em física e engenharia de sistemas pela Puc e MIT respectivamente.

Etapas do Investimento Informal – Busca de Oportunidades

O objetivo da Netquant no início, era um aporte financeiro que pudesse custear sua estrutura básica, como computadores, mobília, ponto de Internet, etc. Coincidentemente, um dos sócios da empresa conhecia os investidores e as conversas tiveram início.

O curioso desta etapa de busca de oportunidades é a maneira passiva como o negócio chegou até os investidores. Caso inédito, pois estes se caracterizam por uma postura extremamente pró-ativa de identificação e análise de oportunidades.

São três investidores: Alexandre Icaza, engenheiro formado, trabalha com novos empreendimentos desde a graduação, Gabriele Icaza, possui carreira executiva no mercado financeiro, chegando inclusive a VP do JP Morgan Brasil e Homero, fundador da empresa Mega Data. Eles se organizaram na forma de uma Holding, chamada Albatroz, realizando investimentos na área de tecnologia de informação.

Segundo os investidores, eles atuam na captação de recursos e participação ativa na gestão de seus empreendimentos, provendo assessoria estratégica, técnica e comercial²⁴. Com uma filosofia de investimentos de longo prazo, objetivando a geração de lucro, estes já avaliaram mais de 150 propostas de investimentos, tendo atualmente em sua *holding* quatro empresas, sendo uma delas a Netquant.

²⁴ Ver site: www.albatroznet.br

Etapas do Investimento Informal – Avaliação de Oportunidades

O processo de avaliação do investidor, por parte dos empreendedores, foi simples e rápido. Havia a necessidade de infra-estrutura, como os “anjos” atendiam a essa demanda, não havia porque recusar a proposta.

Com relação à avaliação por parte dos investidores, esta foi bem mais complexa. Segundo Alexandre Icaza “inicialmente sondamos o mercado através de um contato que tínhamos na Towers Perrin²⁵ (...) percebemos o potencial e o grande interesse dos clientes”. Passada essa primeira análise, houve mais três pontos que foram decisivos para o início das negociações: a) a qualidade do Plano de Negócios; b) a elevada competência e formação dos empreendedores e c) o baixo custo do investimento.

Etapas do Investimento Informal – Negociação e Expectativas

Terminada a avaliação, teve início o processo de negociação. Segundo Marcelo Nazaré “tudo muito no chutômetro, vago e obscuro”. Apesar disso, o empreendedor considera que esta foi bem tranqüila e satisfatória.

A interpretação dos investidores da negociação é bem parecida. Foi bem sucedida, havendo apenas pequenos atritos com relação à porcentagem. Nas palavras do próprio Alexandre “chegamos a ter algum conflito na definição do percentual, mas é normal. Não tivemos problemas de salário, pois não trabalhamos com *pró-labore*. Fizemos um aporte inicial que dava para pagar um salário razoável para os executivos, e este foi aumentando de acordo com o resultado da empresa”.

²⁵ A Towers Perrin é a maior companhia privada e independente de consultoria de recursos humanos do mundo, conta com 79 escritórios instalados em 23 países. No Brasil desde 1978, a Towers conta com uma equipe altamente especializada oferecendo serviços de consultoria atuarial a administração de planos de previdência, incluindo assessoria contábil.

Nesse momento inicia-se a relação pós-investimento na NetQuant com investidores e empreendedores acreditando no sucesso da parceria e, principalmente da empresa.

Etapas do Investimento Informal – Pós-Investimento

A primeira participação dos investidores na empresa ocorreu na forma de recursos. Conforme dito anteriormente, houve um aporte de capital para instalação da infra-estrutura básica da empresa. Segundo Alexandre “primeiro oferecemos a estrutura, o local de trabalho e equipamento - servidores, computadores e link com a Embratel – (...) colocamos a empresa no ar operacionalmente 24 horas por dia”.

Passado esse aporte inicial, a empresa começou a desenvolver o software de análise de risco, que seria o coração dos produtos oferecidos. Como os investidores tinham conhecimento nessa área de análise de sistemas de tomada de decisão, estes auxiliaram em todo o processo de confecção do software. Além disso, trabalharam na construção da marca e *site* de divulgação da NetQuant.

Passado um ano de trabalho na confecção do software e formatação do produto final, a empresa passa para a etapa de venda de serviço. Rapidamente houve a contratação de cinco clientes, porém a grande alavancagem ocorreu no fechamento da parceria com a Towers Perrin. Estabeleceu-se um acordo em que a Towers ficaria responsável pelos esforços de venda e a NetQuant pelos relatórios oferecidos aos clientes. Esse acordo implicou um aumento de 30 clientes na carteira da empresa, além de garantir uma estrutura extremamente enxuta.

A participação dos investidores no fechamento do acordo de parceria foi fundamental. Esses compartilharam toda a experiência empresarial, especialmente do investidor Homero, para garantir que o resultado fosse satisfatório para todas as partes. Ao ser indagado sobre os resultados tangíveis da participação dos investidores, Marcelo Nazaré resume da seguinte forma:

“Com relação aos tangíveis, eles inicialmente entraram com o capital e estrutura, nós tínhamos o produto e conceituação (...) depois entraram com a infra-estrutura de organização da firma: impostos, marcas, contratos sociais e negociação com a Towers. A presença do Homero foi importante no jurídico (...) eles entraram com a expertise, que eu chamo pessoal do Homero, know-how empresarial que ele tem de contratos, contadores, impostos, a parte burocrática para cuidar. Nesse aspecto acho que foi muito importante, pois nunca tivemos nenhum problema dessa natureza. Essa experiência era uma coisa que não tínhamos”.

É importante frisar, que além de toda essa participação dos investidores na parte burocrática da firma – que culminou inclusive com a contratação de uma *controller* indicada pelos próprios investidores – estes também atuaram na identificação de novos mercados e no posicionamento estratégico da NetQuant. Segundo Marcelo, “os investidores auxiliam no sentido de novos nichos de mercado, utilizando todas as conexões da Albatroz”. A empresa já está iniciando conversas com pessoas ligadas à rede de relacionamento dos investidores para expandir seu mercado para *assets* financeiros.

Ao analisar a relação de confiança e cooperação entre investidores e empreendedores, percebe-se que ambas as partes sabem exatamente seu papel para maximizar a parceria formada. Ou seja, existe um alto grau de confiança, e mais ainda, uma cooperação para que cada parte envolvida possa compartilhar aqueles conhecimentos que possui maior *know-how*. Alexandre, de forma bem pragmática, afirma “vieram nos procurar, porque a necessidade

deles era assessoria. A gente se propôs a dar essa assessoria, eles ficaram satisfeitos. (...) cumprimos a nossa parte e ficou tudo certo. São todos meus amigos pessoais”.

Com relação ao fluxo de informação entre investidores e empreendedores, este parece ser bem informal. Segundo Marcelo, “o Alexandre está mais presente aqui, certamente fala conosco toda semana mais de uma vez. Já com o Homero, temos reuniões de duas a quatro vezes por ano. (...) utilizamos também *e-mail* e *messenger*”.

Resultados da Participação dos Investidores

O resultado da participação dos investidores pode ser comprovado nas expectativas futuras da NetQuant. Segundo Alexandre, a empresa está muito bem relacionada com a Towers e existe uma perspectiva dessa parceria se estreitar cada vez mais. Além disso, cresce 50% ao ano nesse segmento de fundos de pensão e já sonda a possibilidade de lançamento de novos produtos.

Marcelo concorda com o investidor, e afirma que a empresa ainda deve crescer nessa média por pelo menos quatro anos, só no segmento de fundos de pensão. É interessante notar, a preocupação dos empreendedores com o crescimento, na verdade saber crescer é visto como o grande desafio atual da empresa. Nas palavras do próprio empreendedor “Apenas agora estamos tendo uma folga de caixa para começar a investir em novos mercados. Primeiro precisávamos nos organizar para garantir que as coisas não se percam, esse nicho inicial está bom. O foco foi nos organizarmos e estruturar, para depois buscar alternativas. (...) Vamos crescer aos poucos, para que este seja sustentável”.

Ao serem questionados sobre o que poderia ter sido feito diferente durante todo o processo de investimento, tanto empreendedor quanto investidor concordam que até o momento tudo está ocorrendo como o esperado. Marcelo cita apenas uma questão, que na verdade está relacionada apenas com o empreendimento. Ele afirma que “começamos com quatro sócios e hoje temos dois, talvez demoramos a perceber quem realmente estava produzindo para firma, esse foi nosso único erro”.

Entraves Ao Mercado de Anjos – O papel das Políticas Públicas

Por fim, houve um questionamento sobre os entraves ao mercado de investidores informais no Brasil. Marcelo não se sentiu confortável em comentar, já que não foi o responsável direto pela busca de investidores no negócio.

Em contrapartida, Alexandre deixou bem claro o seu ponto de vista. Segundo o investidor “o principal problema é a capacidade dos projetos que estão surgindo, são muito ruins”.

Caso 4: Novo-Cell

A Novo-Cell é uma companhia *start-up* brasileira, estruturada, em agosto de 2004, como Sociedade Anônima de Capital Fechado. Seu objetivo é desenvolver e produzir Células à Combustíveis de Hidrogênio, usadas como geradores estacionários de energia elétrica.

A empresa optou pela operação na área de Células a Combustível, dadas suas características de sustentabilidade, impacto neutro ao meio ambiente e independência em relação a matriz energética de combustíveis fósseis.

Desde 1994 empreendendo projetos de engenharia no país, os sócios fundadores definiram estratégia para atuação com energias renováveis investindo em pesquisa, desenvolvimento de produtos, de recursos humanos e da capacidade de produção em larga escala, com a menor dependência em relação à tecnologia estrangeira.

Histórico

A história da Novo-Cell se confunde com a extensa trajetória profissional de seu principal fundador. Valdemar Stellita cursou a Faculdade de Engenharia Química, e logo no início da carreira teve uma experiência no desenvolvimento de uma pequena empresa de base tecnológica. Entrou em uma companhia como estagiário, junto de quatro sócios fundadores, e seis anos depois já era gerente de fabricação, com uma equipe de mais 55 pessoas.

Com o objetivo de obter uma vivência em uma multinacional, Valdemar trocou de emprego e migrou para área de automação de sistemas de uma grande empresa. Apesar de satisfeito, quatro anos depois o empreendedor foi em busca de novos desafios. Depois de uma tentativa frustrada de imigração para Austrália, optou por trabalhar na área de vendas e novos negócios em outra corporação estrangeira.

Mais quatro anos de trabalho e Valdemar percebeu que era o momento de abrir seu próprio negócio. Ao identificar uma patente internacional não explorada no Brasil, o empreendedor pediu ao seu diretor que o terceirizasse e, nesse momento, surge a Ionpack. A empresa tinha como principal produto a fabricação de equipamentos de troca iônica para purificação de água. Esta obteve um grande sucesso no início, chegando a faturar mais de um milhão de dólares no primeiro ano.

Seis anos se passaram, com uma equipe de 18 pessoas, a Ionpack quebrou por problemas na gestão de fluxo de caixa. Todos os funcionários foram demitidos. Em 2001, após um período de muita turbulência, a situação se estabilizou e a empresa foi dividida em duas: venda de componentes e área de engenharia. Valdemar ficou responsável pela área de engenharia, cujo nome fantasia era Novofilme, e que futuramente se tornaria a Novo-Cell.

O Processo Empreendedor – Identificação da oportunidade

No início, Valdemar buscou voltar ao mercado, atuando em diversos setores. Dentre eles, o que teve mais destaque foi a indústria de cana de açúcar. Foram feitos projetos para purificação de água em geradores de turbina. Entre 2002 e 2003, a empresa vendeu 12 equipamentos para usinas de álcool que estavam gerando energia a partir do bagaço de cana.

Nesse momento, a empresa percebeu a oportunidade que era o mercado de energias renováveis no Brasil e no mundo. Com o caixa gerado nesses projetos, Valdemar aplicou capital em algumas áreas que julgava promissoras, dentre elas, modificação de grafites que são utilizadas em células de combustível.

O Processo Empreendedor – Avaliação da oportunidade

O processo de avaliação da oportunidade foi bem simples. Valdemar constatou, já na quebra da Ionpack, que tratamento de água não gerava dinheiro no Brasil. Trabalhar com energia levava a uma possibilidade mais palpável e lucrativa de negócio. Segundo as palavras do próprio empreendedor²⁶:

“A escassez mundial de energia e a consciência ecológica impõem às nações a utilização de fontes alternativas que substituam combustíveis não-renováveis, como o petróleo e o carvão. Nesse cenário, destacam-se as células combustíveis, equipamentos que geram energia elétrica por meio da reação química entre o

²⁶ Novo Filme é o 18º Empreendedor Inovar investido. (09-06-2004). Portal de Capital de Risco

hidrogênio e o oxigênio, sem que haja emissão de poluentes (...) Além de silenciosa e raramente necessitar de manutenção por quebra de peças, a célula à combustível não agride o meio ambiente com poluentes como o Monóxido de Carbono e Fumos, derivados da queima do Diesel, ou com metais pesados como Chumbo e o Cádmio, usados nas baterias”.

Além disso, a empresa chegou a desenvolver projetos de cooperação no desenvolvimento de produtos com grandes multinacionais como Duracell, Rayovac e Panasonic e a participar do projeto PorspecTar²⁷ levado a cabo pelo Ministério da Ciência e Tecnologia. Toda essa experiência adquirida comprovou o potencial de mercado e principalmente a capacidade da empresa em lidar com essas tecnologias.

O Processo Empreendedor – Desenvolvimento da oportunidade

A partir da avaliação, Valdemar direcionou todos os esforços da empresa para o desenvolvimento de tecnologias básicas ligadas a grafite, principal componente das células a combustível. Em janeiro de 2003 a empresa já contava com toda a equipe que havia sido demitida da Ionpack e os primeiros protótipos começaram a ficar prontos.

Nesse momento, recursos financeiros tornaram-se o principal entrave ao crescimento da organização. Segundo Valdemar “tinha plena noção que já havia ido até onde podia por minha conta, precisava de um reforço considerável para sobreviver”. O empreendedor percebeu a dificuldade que é obter capital para empresas intensivas em tecnologia no Brasil. A primeira

²⁷ O ProspecTar é um programa do Governo Brasileiro, coordenado pelo Ministério da Ciência e Tecnologia/MCT. Por meio do desenvolvimento de atividades de prospecção em Ciência e Tecnologia, a exemplo do que tem sido feito em diversos países, o projeto pretende estimular a sociedade brasileira a pensar estrategicamente sobre o futuro do país. O programa tem também como um de seus objetivos dividir com a sociedade a tarefa de planejar o futuro que se pretende alcançar – com melhorias para a qualidade de vida da população e competitividade internacional dos bens e serviços produzidos no Brasil.

tentativa foi a Fapesp, em seguida buscou-se a CNPQ, porém devido a falta de laços fortes com universidades, os empréstimos não foram possíveis.

A última alternativa foi a FINEP. Assim, em agosto de 2003, a empresa se inscreveu no projeto INOVAR, buscando participar do 9º Venture Fórum do Brasil.

Etapas do Investimento Informal – Busca de Oportunidades

Tanto empreendedores quanto o investidor informal, foram pró-ativos na fase de busca de oportunidades de novos negócios.

Por parte da Novo-Cell, Valdemar enxergava a participação no projeto INOVAR da FINEP como a solução para falta de recursos. Em agosto de 2003 a empresa se inscreveu, foi selecionada e passou por um rigoroso treinamento sobre capital de risco. Segundo Valdemar “a FINEP nos ensina a falar a língua do investidor. São cerca de dois meses de treinamento no qual aprendemos a transmitir de forma clara as vantagens de nosso empreendimento”.

Em dezembro desse mesmo ano, a Novo-Cell apresentou seu protótipo de célula a combustível com intuito de demonstrar o potencial da placa de grafite (seu foco até então). O evento contou com a presença de 26 empresas de capital de risco, além de alguns investidores “anjos”.

Se, por um lado, os empreendedores estavam se esforçando para conseguir os recursos, por outro, o investidor também fez o seu “dever de casa”. Erich Muschellack foi um dos fundadores da Procomp, empresa de automação bancária que foi vendida em 1999 para um grupo belga. Nos últimos anos à frente da companhia, começou a planejar caminhos que

gostaria de seguir na sua carreira profissional. Percebeu que investimento em novas empresas de base tecnológica seria uma alternativa, pois poderia continuar próximo do empreendedorismo, sem ter o desgaste de tocar o negócio com as próprias mãos.

Com essa visão, Erich iniciou estudos sobre o tema e foi a Atlanta (EUA), realizar um curso intensivo sobre capital de risco. Além de oferecer todas as ferramentas necessárias a esse tipo de investimento, o curso serviu para direcionar o foco do investidor em projetos inovadores.

Desde 2003, Erich já avaliou mais de 40 projetos. Sendo que em seis deles houve um processo mais detalhado de análise, e dois acabaram recebendo o aporte, dentre eles a Novo-Cell.

Etapas do Investimento Informal – Avaliação de Oportunidades

O processo de avaliação de oportunidades foi extremamente rigoroso. Empreendedor e investidor utilizaram uma série de critérios para chegar à melhor opção.

No caso dos empreendedores, como houve uma exposição muito grande no Venture Fórum, dos 26 fundos que estavam presentes, houve um aprofundamento da conversa com cinco deles. Segundo Valdemar, Erich possuía dois diferenciais em relação a todos esses fundos. Por um lado, a empresa estava na fase pré-operacional, ou seja, era um investimento mais indicado para anjos. Por outro, o investidor foi a única pessoa que demonstrou conhecimento na área. Segundo Valdemar “Erich entendia o que estávamos falando. Como já estava procurando empresas do setor da energia para investir desde 2003, todos os aspectos relevantes já eram do seu conhecimento”.

Com relação aos critérios de avaliação do investidor, foram adotadas perspectivas do negócio e do time empreendedor. Inicialmente, o que chamou a atenção de Erich foram o negócio em si, o produto e o mercado. Para o investidor, “eles tinham uma proposta de um mercado que ainda não estava maduro, e ao mesmo tempo, ainda era muito pequeno para a entrada de uma grande corporação (...) era um mercado futuro, porém um futuro próximo”.

Além disso, Erich já havia separado algumas áreas que gostaria de realizar investimentos, e energias alternativas era uma delas, “já tinha analisado antes o negócio de energia eólica que é o mesmo mercado, ou seja, o mesmo tipo de cliente”.

A avaliação do time empreendedor foi sendo construída no decorrer de quatro meses de relacionamento antes do primeiro aporte de recursos. Segundo Erich, honestidade e idoneidade são coisas que se pega na conversa, e acaba levando um tempo considerável.

Etapas do Investimento Informal – Negociação e expectativas

A etapa de negociação, onde são definidos os valores e porcentagens da participação do investidor na empresa, foi bem simples. O complicado foi o caminho percorrido para se chegar a esse momento.

Inicialmente, na verdade na primeira conversa, foi definida a forma que a empresa seria valorizada. Erich deixou claro que se ao final, o montante investido chegasse a 90% da empresa, significaria que o negócio valia muito pouco. O importante era chegar a um valor entre 20 e 40% do capital, para o negócio ser atraente e os empreendedores continuarem motivados.

Em seguida, o trabalho se concentrou na estruturação do plano de negócios e preparação da empresa para receber o investimento. De fato, o plano de negócios da empresa foi todo refeito. No início, a proposta da Novo-Cell era desenvolver componentes para células a combustível, porém Erich sugeriu um novo modelo de negócios em que o principal produto passaria a ser a própria célula a combustível.

Passado todo o trabalho no plano de negócios, houve ainda uma última avaliação da oportunidade. Erich submeteu a empresa à avaliação de um comitê. Este era composto por especialistas da área de tecnologia em energias alternativas, pelos empreendedores, além de profissionais ligados a capital de risco. Havia diversos critérios que foram julgados em uma escala de risco (baixo, médio e alto). Para Erich “em função desse resultado é que eu faço a minha proposta”.

A discussão do percentual a investir e participação na companhia durou no máximo trinta minutos. Segundo Erich “fiz a proposta, eles fizeram algumas perguntas com relação às premissas e aceitaram”. A partir desse momento, em junho de 2004, a expectativa dos empreendedores era de enfim, desenvolver sua companhia. Por outro lado, o investidor esperava obter um retorno de cinco a seis vezes o capital investido.

Etapas do Investimento Informal – Pós-Investimento

A participação do investidor na Novo-Cell foi extremamente sólida e constante nesses meses iniciais de parceria. Segundo os próprios empreendedores, apesar de a empresa estar localizada em Americana e Erich em São Paulo, seu envolvimento foi fundamental.

A primeira forma de atuação do investidor foi na modelagem do negócio. Conforme dito anteriormente, antes mesmo de realizar o investimento, a proposta de valor foi completamente alterada, passando de componentes para o produto completo. Toda essa mudança foi impulsionada por uma visita realizada pelo investidor a uma feira ligada a energias alternativas na Alemanha, em que pode enxergar os caminhos mais lucrativos desse setor.

Ainda durante essa fase de estudos, houve diversas reuniões para definição de estratégias de mercado. Segundo Valdemar:

“nós fizemos quatro espinhas dorsais distintas do BP. Fizemos um planejamento estratégico, identificamos o nosso mercado, estudamos, verificamos os ajustes e mudamos um pouco o conceito do produto. Decidimos a versão que tinha chance de ser comercializada, então exploramos uma segunda parte do mercado. O Erich comprou uma pesquisa de mercado junto a Empresa Junior da Usp de São Paulo, vieram os resultados e confirmamos o que prevíamos(...) tem o mercado que eu conheço que é o de indústrias, e tem outro que ele (Erich) conhece que é o de produtos de consumo”.

Finalizada a estruturação do negócio, a empresa buscou a concepção do produto e linha de produção. Novamente a participação do investidor foi relevante. Como Erich trabalhou com desenvolvimento de produto durante toda a vida, e Valdemar tinha mais experiência com engenharia de processos, este incorporou todos os conceitos de eletrônica do produto. Para Valdemar “Erich é o mentor intelectual deste conteúdo tecnológico do produto”.

Além da participação na estratégia, desenvolvimento de oportunidades e tecnologia da empresa, Erich exerce funções dentro da área de marketing e gestão como um todo, busca participar das principais negociações da empresa, compartilhando experiência. Segundo Valdemar “sempre que vamos a alguma empresa realizar uma visita, e o Erich está junto, dá um tom diferente à nossa proposta”.

Outro aspecto importante é que existe a própria troca de experiências no dia-a-dia dos negócios. Segundo Erich “meu principal trabalho hoje na empresa é treinar as pessoas para gerirem melhor o negócio”. Os empreendedores também enxergam de maneira positiva todo esse envolvimento. Para Valdemar “ele é um empresário que já trilhou todo esse caminho que eu quero percorrer, então acaba sendo uma referência”.

Um ponto interessante na relação pós-investimento da Novo-Cell está relacionado à busca de novos recursos financeiros. Atualmente a empresa não necessita de capital, porém está completamente estruturada para quando for necessário. Foi desenvolvido um plano de três fases. A primeira é automática, para exercer a participação negociada com o investidor no começo. Na segunda fase, a empresa tem condições de se auto-financiar através dos clientes, porém o investidor funciona como guarda-chuva. Qualquer percalço no meio do caminho, ele está disposto a fazer um investimento maior, podendo chegar até 140% do valor investido. Numa terceira fase, foi considerada a presença de um segundo capitalista de risco. Para dar mais garantias que isso não mudaria no decorrer dos anos, na hora de montar a S.A., uma certa quantidade de ações foram deixadas em tesouraria. Todo esse processo acaba direcionando as políticas de investimento e crescimento da Novo-Cell, dando maior segurança a todos os envolvidos.

Uma questão curiosa na participação do investidor na empresa, ou melhor, na não-participação esta relacionada ao recrutamento de pessoas chaves e principalmente a utilização da rede de relacionamentos do anjo. Segundo Erich, seus contatos não possuem relação com a área de energia, sendo assim, só terão alguma importância quando a empresa criar um conselho de administração, que poderá ser composto por seus conhecidos.

Todo o envolvimento entre empreendedores e investidor foi sempre pautado por uma sólida relação de confiança e propensão a cooperação de ambas as partes. Para Valdemar desde o primeiro encontro com Erich na FINEP, já houve uma empatia, nas suas palavras “sabíamos que era uma pessoa séria pela maneira que fomos abordados”. A partir desse momento essa relação apenas se fortaleceu, chegando a um ponto que segundo Valdemar “Erich é o tipo de profissional que faz falta em uma empresa como a nossa”.

Vale ressaltar, que devido à distância geográfica entre a empresa e o investidor, existe uma passagem formal de informações. Como capitalista, Erich tem um acompanhamento mensal de 100% da finanças da organização, através de relatórios. Além disso, são feitas reuniões, pelo menos quinzenalmente, em que diversos assuntos são discutidos e os resultados transcritos na forma de atas. Os contatos telefônicos ocorrem com uma periodicidade de dois dias e e-mails são recorrentes.

Resultados da Participação dos Investidores

Os resultados tangíveis da participação do investidor no negócio são representados pelas perspectivas da Novo-Cell. A empresa possui um conceito inovador de estrutura fabril em fase de implantação que permite, além do foco em escala de produção com custos competitivos internacionalmente, melhorias tecnológicas para vencer a concorrência de produtos já estabelecidos no mercado. Os problemas de importação de componentes foram solucionados, através de contratos de parceria de longo prazo com os principais fornecedores. A expectativa é lançar o produto em 2006, atingir o ponto de equilíbrio em 2007 e no ano seguinte, atacar o mercado internacional.

Para Valdemar, muito mais importante do que todos esses resultados tangíveis que ocorreram, graças à relação de parceria com o investidor, foram os intangíveis. Além de compartilhar toda a sua experiência de negócios, Erich passa segurança, segundo Valdemar “quando ele sugere uma coisa eu não fico em dúvida. Durante todo o tempo que era empreendedor sozinho, era tudo por minha conta e risco, não tinha um balizador (...) não é dinheiro, o mais importante é que esse capital tem inteligência. Não é só o poder econômico, e sim toda a expertise que vem junto, isso o Erich traz em abundância”.

Apesar de todos os acertos obtidos no desenvolvimento da Novo-Cell, em uma reflexão, Valdemar consegue enxergar uma questão que poderia ter sido melhor estruturada. Para o empreendedor, por falta de experiência em negócios, o planejamento estratégico proposto foi ousado demais. Nas suas palavras “para conseguir o crescimento rápido nós tivemos que atropelar algumas coisas e pessoas, isso eu não sei se foi saudável (...) fui pouco precavido na hora de montar o rimo da estratégia, não a direção, mas o prazo do retorno. Poderia ter sido mais lento, as coisas estariam mais de acordo com os padrões da empresa que estou montando”.

Entraves Ao Mercado de Anjos – O papel das Políticas Públicas

Ao serem questionados sobre os principais entraves ao crescimento do mercado de investidores informais no Brasil, tanto os empreendedores quanto o investidor levantaram diversos aspectos.

Para Valdemar, um dos problemas é que não têm “anjo” no Brasil. Existem pessoas que tem capital e estão dispostas a investir, porém tem medo. Além disso, confundem o conceito. Segundo o empreendedor “investimento informal é para fomentar uma companhia para ela

valer mais. Quando um investidor se considera um fundo de capital de risco, querendo uma empresa funcionando, com alta lucratividade e taxa de crescimento elevada, ele já definiu que não será “anjo” (...) percebi que a maioria quer o filé mingon, e empresas como a minha são abacaxi, se cultivar direito fica docinho, mas é um abacaxi. (...) é muito trabalho”.

Outra questão levantada está relacionada à falta de empresas preparadas para receber um aporte sensível de recursos. Para Valdemar “são poucas companhias que estavam no nosso nível. Todo mundo quer o dinheiro, mas não quer a responsabilidade”. Nesse sentido Valdemar valorizou o trabalho da FINEP que mostrou a realidade do que é ter um investidor, “aprendi muito, foram dois meses e meio com o *coaching*, onde ficamos sabendo o que iríamos enfrentar, foi importante para entendermos o que era o investimento ‘anjo’”.

Erich concorda que existem recursos, mas faltam investimentos. Entretanto adiciona mais dois aspectos relevantes. O primeiro está relacionado à questão tributária. Segundo o investidor “não existe legislação específica, se uma das empresas investidas quebrarem, não tenho como compensar isso na declaração de renda”. O segundo entrave é a questão da saída: “o IPO aqui no Brasil é impossível. A questão da saída eu conscientemente deixei para pensar depois, caso contrário não teria realizado investimento”.

Por fim, ambos enfatizaram que o papel desenvolvido pelo governo, através da FINEP, deveria ser expandido. Os dois acreditam que o projeto INOVAR teve um papel fundamental em todo o processo de investimento em capital de risco e expandi-lo, pode significar mais investimentos em novos negócios.

Análise e Discussão

O objetivo desta seção é apresentar uma análise comparativa dos casos. Buscar-se-á a identificação de similaridades e diferenças entre os casos, discutindo-os à luz da teoria exposta no capítulo dois.

Seguindo a estrutura posposta em toda a dissertação, serão analisados o processo empreendedor, as etapas do investimento informal e os entraves desse mercado, respectivamente, nessa ordem. Antes de iniciar a discussão, segue uma tabela resumida dos casos:

Tabela 2: Resumo dos Casos

Empresas	Atividade	Nº de Investidores
Profit	Software de Recursos Humanos (Virtual-Hunter)	2 (Rudolph e Clênio)
MHW	Software de Ensino a Distância (UniverSite)	11 (Salim e Nelson Hochman)
NetQuant	Software de Gestão de Risco de Carteiras para Fundos de Pensão	3 (Albatroz)
NovoCell	Desenvolvimento de Motores Movidos à Célula de Combustível	1 (Erich)

O Processo Empreendedor – Identificação da oportunidade

Segundo Shane & Venkataraman (2000), existem dois fatores que influenciam a identificação de oportunidades por uma pessoa: posse da informação e propriedades cognitivas individuais. Conforme podemos observar na tabela abaixo, os casos descritos apresentaram claramente esses dois aspectos.

Tabela 4: Processo Empreendedor - Identificação da Oportunidade

Empresas	Fator determinante
Profit	Realização de um projeto de Recursos Humanos para Rede Globo
MHW	Conhecimento dos fundadores, do mercado de ensino a distância nos EUA
NetQuant	Conhecimento da mudança na regulamentação do mercado de gestão de risco para fundos de pensão
NovoCell	Realização de diversos trabalhos com energias alternativas junto a clientes

A MHW e a NetQuant, identificaram suas oportunidades a partir de uma posse privilegiada de informação. No caso da MHW, fatores enumerados por Davidson & Honig (2003), como laços fortes (amigos) e fracos (universidades), foram importantes no conhecimento dos fundadores das possibilidades de ensino a distância nos EUA. Já no caso da NetQuant, foi o capital humano (acesso a informação), fator também citado pelos autores, o aspecto mais relevante. Na verdade, a experiência no trabalho da Algoristimics, levou os empreendedores a identificarem a janela aberta pela mudança na regulação, e conseqüentemente, a vislumbrar a possibilidade de um novo negócio.

Já os empreendedores das empresas Profit e NovoCell, tiveram como principal fator no processo de identificação de oportunidades, propriedades cognitivas deles próprios. Conforme Gaglio & Katz (2001), os empresários demonstraram um *alertness* apurado. Na Profit, houve a percepção do novo negócio quando foi desenvolvido um projeto de recursos humanos para Rede Globo. Na NovoCell, Valdemar teve essa percepção, a partir de projetos que havia desenvolvido com energias alternativas. Pode-se sugerir que traços pessoais, rede social e o próprio conhecimento dos empreendedores, influenciaram positivamente seu *alertness* (Ardichvili, Cardozo & Ray, 2003).

É importante destacar dois aspectos específicos da Profit e MHW durante esse processo de identificação de oportunidades. O primeiro está ligado à intenção empreendedora. Conforme afirmam Shook, Priem & McGrre (2003), Franklin e José Louis decidiram ser empreendedores, antes mesmo de identificarem uma oportunidade, sendo o desejo pessoal de ambos o elemento motivador fundamental. O segundo aspecto, diz respeito ao período de incubação dessas empresas na Puc-Rio. Pode-se sugerir a presença do conceito de *embedness* abordado por Jack & Anderson (2002). Ou seja, a identificação do novo negócio foi de certa forma, condicionada pela dinâmica do empreendedor e da estrutura social (incubadora de empresas) que se encontrava.

O Processo Empreendedor – Avaliação da oportunidade

O processo de avaliação da oportunidade foi bem distinto entre os casos analisados. A Profit decidiu investir no novo empreendimento, a partir da realização de diversos testes de mercado, onde foi comprovada a existência do nicho. A NovoCell, por outro lado, decidiu investir, devido à experiência anterior de seu fundador com energias renováveis. Ambos os aspectos foram citados no trabalho de Shane & Venkataraman (2000).

No caso da MHW e NetQuant, a avaliação ocorreu quase que concomitantemente com a identificação da oportunidade. Na verdade, conforme Bhave (1994), a percepção dos empreendedores de um grande potencial de mercado, alinhado à suas capacidades de desenvolver o negócio, definiu a opção da nova empresa.

Vale ressaltar que os aspectos citados por Shook, Priem & McGrre (2003), como otimismo, lócus de controle e necessidade de conquistas, são inerentes à personalidade de todos os

empreendedores citados. O importante na avaliação da oportunidade é o potencial de mercado e a capacidade de se atender a essa demanda.

O Processo Empreendedor – Desenvolvimento da oportunidade

Enquanto o processo de avaliação de oportunidades foi bem distinto entre os casos, o desenvolvimento apresentou diversas similaridades. Profit, MHW e NovoCell tiveram grandes fracassos anteriormente ao desenvolvimento de seu principal negócio, ou seja, uma experiência acumulada em empreendedorismo. Além disso, em todos esses casos, as empresas venderam projetos não relacionados ao seu *core business*, para conseguir sobreviver. Houve um período de maturação até se chegar a 100% da companhia com foco.

Uma outra questão comum a todos os casos analisados, é que em determinado momento do desenvolvimento do negócio, houve a percepção, por parte dos empreendedores, da necessidade dos recursos organizacionais citados por Penrose (1959) e Brush, Greene & Hart (2002). A condição de sobrevivência para as empresas era um aporte de recursos financeiros e experiência, em determinadas áreas. Por esse motivo, inicia-se a busca por investidores.

Etapas do Investimento Informal – Busca de Oportunidades

Dentro do processo de busca de oportunidades, será feita uma distinção entre dois grupos de investidores, com o objetivo de facilitar a análise e discussão dos casos. Pode-se perceber a presença de: a) **investidores “sistemáticos”** (NetQuant e NovoCell) – onde ocorreu uma pró-atividade de empreendedores e investidores na identificação da oportunidade e b) **investidores “mentores”** (Profit e MHW) – onde não houve pró-atividade, mas sim um investimento por mero acaso.

A motivação dessa distinção se justifica quando analisamos os diferentes perfis dos investidores. Ao contrário da perspectiva de Frear *et al* (2002), os anjos “sistemáticos” da NetQuant e NovoCell, investem em empresas nascentes como a principal atividade profissional, portanto motivados pelo dinheiro. Além disso, as empresas investidas não necessariamente, pertencem ao setor em que fizeram suas carreiras, ou estão localizadas próximas as suas residências. Indo ao encontro do trabalho de Hochman & Botelho (2002), esses investidores têm a expectativa de ganhos acima de 20% ao ano, avaliam diversas empresas (segundo os entrevistados, mais de 200 nos últimos três anos) e possuem uma carreira profissional ligada a novos negócios.

Seguindo o perfil traçado por Frear *et al* (2002), temos os investidores “mentores” da Profit e MHW. Ao invés de privilegiar o dinheiro, esses anjos têm como principal motivação de investimento, questões como diversão por estar participando de um novo negócio e o auxílio a empreendedores. Apesar de importante, dinheiro não é visto como fundamental. Além disso, avaliam poucas oportunidades, investem em menos ainda, e geralmente próximos de casa.

Embora existam diferenças claras entre os dois tipos de investimento, pode-se observar pelo menos duas semelhanças. A primeira esta relacionada à preparação das empresas em receber o aporte financeiro dos investidores. De alguma forma, todas estavam prontas para o investimento, sabendo exatamente onde o capital seria aplicado. A segunda questão diz respeito à fonte das oportunidades. Com exceção da NovoCell, que teve a FINEP como intermediadora no processo, as outras empresas chegaram aos investidores através de amigos, ou até mesmo, no próprio trabalho, como foi o caso do professor Salim e seus alunos da MHW.

Etapas do Investimento Informal – Seleção de Oportunidades

O processo de seleção de oportunidades foi bem complexo, principalmente se analisado sob a ótica dos investidores. Utilizando-se como base o estudo de Feeney *et al* (1999), pode-se resumir os critérios adotados da seguinte forma:

Tabela 4: Etapas do Investimento Informal – Seleção de Oportunidades

Critérios	Mentores		Sistemáticos	
	Profit	MHW	NetQuant	NovoCell
Mercado	✓	✓	✓	✓
Produto	✓		✓	✓
Bom fit com os membros	✓	✓	✓	✓
Plano de Negócios			✓	✓
Plano de Saída				
Conhecimento Gerencial			✓	✓
Propensão ao aprendizado	✓	✓		
Virtudes Pessoais	✓	✓	✓	✓

A primeira vista, a tabela acima apresenta, predominantemente, semelhanças nos critérios utilizados pelos investidores na seleção de suas oportunidades. O ponto incomum seria que investidores profissionais também levam em consideração a qualidade do Plano de Negócios e o conhecimento gerencial dos empreendedores. Contudo, analisando os pontos subjetivos das entrevistas, percebe-se uma grande diferença. Conforme Feeney *et al* (1999) e Mason & Harrison (1999), investidores sistemáticos estão mais preocupados com o potencial da oportunidade em si. Ou seja, primeiro avalia-se o potencial de crescimento do empreendimento e em seguida, a capacidade dos gestores de realizarem todas as expectativas. Nesse sentido, a análise de mercado é bem mais profunda. Um exemplo ilustrativo, é a

viagem do Erich para a Alemanha, com o objetivo de entender o segmento de energias renováveis da NovoCell.

Ao contrário desta perspectiva, os investidores ocasionais da Profit e MHW, estão muito mais preocupados com os empreendedores. Seguindo os estudos de Fiet (1995), Mason & Harrison (2003, 2004) e Hochman & Botelho (2002), o foco está concentrado no risco de agencia, ou seja, uma grande oportunidade é aquela que possui um grupo de empreendedores honestos, maduros e, mais ainda, receptivos à participação de profissionais mais experientes. Talvez o fato de essas pessoas terem como fator motivacional de investimentos algo mais que dinheiro, faz com que questões ligadas a relacionamento sejam muito mais importantes que análises financeiras.

É importante ressaltar os pontos em comum dos casos analisados. Apesar de pesos diferentes, todos os investidores levaram em consideração mercado, produto, bom *fit* com membros e virtudes pessoais dos empreendedores. Além disso, outras quatro semelhanças nos critérios de seleção podem ser percebidos: 1) necessidade de uma empatia mútua (Mason & Stark, 2004); 2) interesse pelo segmento do negócio; 3) potencial de sinergia do know-how e rede de relacionamentos do próprio investidor, com o empreendimento e 4) ausência total de uma estratégia de saída.

Mudando a ótica de análise para os empreendedores, percebe-se uma grande semelhança entre os casos e uma aderência a teoria descrita anteriormente. O conceito de “capital relevante” de Saetre (2002) é claramente percebido. Segundo os empresários, não é suficiente ter capitalistas compartilhando dinheiro, eles precisam de investidores com competência e habilidades relevantes para o seu negócio. Na verdade, todos utilizaram como critério de

seleção, o potencial do valor agregado dos investidores, seja através do know-how, experiência ou até mesmo, rede de relacionamentos. Usando o próprio termo de Valdemar da NovoCell, buscavam um capital “inteligente”.

Etapas do Investimento Informal – Negociação e Expectativas

Conforme todas as etapas do investimento informal, negociação e expectativas também apresentaram diferenças e semelhanças entre os casos. Os pontos em comum se concentraram na negociação em si. Contrário à abordagem de Mason & Harrison (1996), questões como participação acionária, definição de salário, estratégia de saída do investimento, quantidade de recursos investida e metas de performance não geraram conflitos entre investidores e empreendedores. Inicialmente realizou-se um estudo sobre as necessidades de capital das firmas e em seguida, chegou-se a um consenso sobre todos esses aspectos. Talvez, o desejo que o negócio se concretizasse, aliado a um bom senso de todas as partes envolvidas, levaram a uma negociação satisfatória. Valdemar, da NovoCell, sintetiza o pensamento de todos os empreendedores: “acredito que foi o ideal. Não tinha nada melhor que poderia ter acontecido naquela fase”.

A diferença nos casos pode ser percebida nas expectativas com relação ao negócio. Apesar do processo tranquilo de negociação, investidores sistemáticos esperam lucros (dinheiro) dos aportes que realizaram. Erich chega a sinalizar que o seu desejo é receber de cinco a seis vezes o capital investido em sete anos. Já os investidores mentores da Profit e MHW, esperam que a empresa se desenvolva, e os objetivos sejam alcançados, sem uma grande preocupação com o retorno do capital aportado.

Vale ressaltar nesse processo a importância de uma negociação em que ambas as partes saiam satisfeitas. O desafio é chegar a um ponto de equilíbrio, onde o investimento é atrativo aos “anjos”, e ao mesmo tempo, motiva os empreendedores a fazer o negócio se desenvolver. O que está sendo estabelecido é uma relação de parceria, em que pequenos problemas podem ter consequências negativas. Um bom exemplo nos casos analisados foi a Profit. Ao computar o trabalho dos empreendedores como investimentos, os “anjos” conseguiram motivá-los e ao mesmo tempo, aportar uma quantidade menor de recursos, já que não houve pagamento de pró-labore.

Etapas do Investimento Informal – Pós-Investimento

Ao contrário das etapas de investimento informal descritas anteriormente, não é possível definir padrões e diferenças entre investidores sistemáticos e mentores na relação pós-investimento dos casos analisados. Conforme Ardichvili et al (2002), Mason & Harrison (1996) e Hochman & Botelho (2002), todos os investidores tiveram uma participação ativa nos negócios, trabalhando no dia-a-dia e tomando parte no processo decisório, sendo praticamente parceiros ou co-empresários. A tabela abaixo resume os resultados:

Tabela 5: Etapas do Investimento Informal – Pós-Investimento

Recursos	Empresas			
	Profit	MHW	NetQuant	NovoCell
Modelagem do Negócio	✓			✓
Confecção do Produto			✓	✓
Busca de Recursos Financeiros		✓		✓
Recrutamento de Pessoas Chave				
Formulando Estratégias	✓	✓	✓	✓
Planos de Marketing e Operacionais	✓	✓	✓	✓
Sendo Conselheiro Informal	✓	✓	✓	✓
Redes de Relacionamento	✓	✓	✓	✓

Conforme podemos perceber, os investidores compartilharam diversos recursos. Evidentemente, o primeiro deles foi o capital. Em todos os casos analisados havia a necessidade de dinheiro para alavancagem da empresa. Para a MHW e NetQuant, a questão era infra-estrutura básica, computadores, servidor e o próprio espaço físico. Já a Profit e NovoCell, utilizaram o capital para incrementar o desenvolvimento de seus produtos, investindo na área comercial e na planta industrial, respectivamente.

A segunda forma de atuação identificada foi na estruturação da empresa ou modelagem de negócio. Os investidores da Profit e NovoCell, revolucionaram as organizações. A proposta de valor dessas duas empresas foi completamente modificada. No caso da Profit, ao invés de vender software, Rudolph convenceu os empreendedores que as melhores margens estariam na venda de serviço pela Internet. Já a NovoCell, optou pela produção de células inteiras de combustível, e não mais componentes de células, como era a proposta apresentada no Venture Fórum da FINEP.

A terceira forma de atuação dos “anjos” ocorreu no próprio desenvolvimento do produto. Os investidores da NetQuant e NovoCell participaram ativamente na confecção dos produtos das respectivas empresas. No caso da NetQuant, os investidores possuíam um conhecimento acumulado na área de sistemas de tomada de decisão, que foi utilizado na formatação do software de análise de risco da empresa. Já na NovoCell, Erich havia trabalhado durante 20 anos como engenheiro eletrônico de produção na Procomp (empresa de informática), atuando no desenvolvimento de produto. Sendo assim, como o empreendedor Valdemar tinha mais experiência em processos, todos os conceitos de tecnologia eletrônica dos produtos foram idealizados pelo investidor.

Outra forma de atuação de investidores foi a busca de recursos financeiros. Apenas a MHW passou por todas as etapas de financiamento de novos negócios. Apesar de não ter ocorrido uma participação direta dos investidores nos contatos com os capitalistas de risco de São Paulo, esses tiveram uma participação relevante. Conforme lembra Salim, “nós ajudamos os meninos a serem melhor compreendidos por uma visão de finanças, que era a visão dos fundos de *Venture Capital*”. Além disso, vale ressaltar o caso da NovoCell, embora ainda não tenha ocorrido um outro aporte financeiro, a empresa demonstrou um grande amadurecimento. Empreendedores e investidores, já estão preparados para receber um capitalista de risco, próximo passo para a empresa se desenvolver. Possivelmente, o curso oferecido pela FINEP foi fundamental nesse processo de estruturação da organização.

A quinta forma de atuação dos investidores, presente nos casos analisados, foi a participação na formulação das estratégias de negócio. Mesmo com 11 investidores, a MHW realizava reuniões periódicas com a presença de todos os envolvidos, onde eram discutidas as estratégias da organização. Na NovoCell, também não foi diferente. Logo após a modelagem

de negócio, o plano de negócios da companhia foi todo refeito, sendo definidos: mercado relevante, conceito de produto e posicionamento estratégico. Os investidores da NetQuant também atuam nesse sentido, principalmente na identificação de novas oportunidades, o que parece ser o próximo passo da empresa. Por fim, a estratégia de entrada no mercado da Profit foi toda formulada em conjunto. A abordagem inicial dos “clientes âncora” sugerida por Rudolph, foi completamente seguida, e ao que parece, toda a estruturação dos canais de venda também terá uma participação ativa dos investidores.

Percebe-se uma grande presença dos investidores nas questões relacionadas ao marketing e operações das empresas analisadas. Quanto ao marketing, todos os anjos atuam de alguma forma na prospecção e negociação junto aos clientes, especialmente os mais importantes. Os empreendedores da Profit, MHW e NovoCell, deixaram bem claro, que a presença de pessoas como Erich e Salim, passam uma credibilidade muito maior a seus projetos.

As questões operacionais estão relacionadas a todos os processos da empresa, principalmente à área administrativo-financeira. Em especial na Profit e MHW, os investidores tiveram uma participação ativa no dia-a-dia, sendo responsáveis diretos pela gestão financeira da empresa. Conforme os próprios empreendedores comentaram, “se não fossem eles (investidores) a tomarem conta do fluxo de caixa, fatalmente iríamos falir”. Além disso, existe todo o componente burocrático da operação, como propostas, impostos e contratos. Como na maioria dos casos os empreendedores são inexperientes, investidores com experiência específica, em contratos, por exemplo, tornam-se essenciais. Marcelo Nazaré, da NetQuant, foi enfático ao destacar a participação de um dos investidores em todo o processo de parceria com a Towers Perrin.

Outra maneira de atuação dos investidores, talvez o principal recurso compartilhado, ocorreu na forma de conselho informal. Este pode ser dividida em dois componentes: a troca de experiências no dia-a-dia e as estratégias de crescimento. Segundo os entrevistados, um dos mais importantes valores que foram agregados aos novos negócios, foi a troca de experiências do dia-a-dia. Diversos exemplos foram citados, onde o “anjo” passou sua vivência e experiência em negócios para os novos empreendedores. Erich chega a afirmar que o seu principal trabalho hoje é “treinar as pessoas para gerirem o negócio com mais eficiência”. O exemplo que melhor ilustra essa questão ocorreu na Profit. Os empreendedores enfatizaram a participação dos investidores na formação da cultura, preocupação com os clientes, estabelecimento de padrões éticos, transparência, respeito aos funcionários, e até mesmo, a política de “portas abertas”.

O segundo componente, dessa atuação de conselheiro informal, ocorreu no estabelecimento das estratégias de crescimento das firmas. Na MHW e Profit, essa discussão foi presente em diversos momentos. Conforme afirma Rudolph, um dos grandes desafios de novos negócios é saber quando e como crescer. Os empreendedores das duas empresas perceberam que dificilmente teriam sustentabilidade sem os conselhos dos investidores. Caso os “anjos” não atuassem na ânsia de crescimento dos mais jovens, as empresas poderiam sofrer demasiadamente com as “dores de crescimento”, abordadas por Chandler (1962).

Por fim, e não menos importante, os investidores atuaram junto a suas redes de relacionamento buscando alavancar as empresas. Em todos os casos, com exceção da NovoCell, o *network* dos “anjos” foi utilizado para busca de parceiros e novos clientes. Em especial na MHW e Profit, onde os empreendedores e o negócio eram muito jovens e

desconhecidos, os investidores foram os responsáveis pelo primeiro contato junto a clientes potenciais.

Conforme Ardichvili *et al.* (2002), os investidores compartilharam esses recursos com o objetivo de maximizar seus retornos, sejam eles financeiros ou não. O foco foi a minimização dos riscos de agência e mercado. Porém, diferentemente do estudo desses autores, onde o risco do investimento é gerenciado através de recrutamento e veto de novos executivos, os casos analisados demonstram que esse gerenciamento é feito via participação direta no negócio, inclusive com a responsabilidade de cargos (Hochman & Botelho, 2002).

Wong (2002) propõe um modelo para explicar a minimização dos custos de agência. Para o autor, os “anjos” controlam seus investimentos de três formas: forçando os empreendedores a manter o controle acionário do novo negócio, investindo geograficamente próximo de suas residências ou co-investindo com outros “anjos”. O caso da NovoCell contradiz essa perspectiva. Os empreendedores continuaram com a maior participação no negócio, porém Erich realizou o investimento em outra cidade e sozinho. Apesar dessa diferença, o risco de agência continuou controlado graças a uma participação ativa do investidor no empreendimento. Já os casos da Profit, MHW e NetQuant, todos os pontos levantados por Wong foram encontrados.

Outro estudo que busca identificar como as relações são estabelecidas e mantidas no decorrer do investimento entre empreendedor e investidor é Landstron (1992). Para o autor, distância geográfica e o conhecimento do “anjo” sobre o negócio investido serão os fatores mais importantes para determinar o envolvimento dos “anjos” no negócio. Nesse caso, a discussão apresentada anteriormente, demonstra justamente o contrário. O fato do investidor da

NovoCell estar localizado em outra cidade não interferiu na participação na empresa. Além disso, investidores da Profit, MHW e NetQuant não possuíam grandes conhecimentos sobre os respectivos mercados, porém, mesmo assim, tiveram uma participação ativa durante todo o crescimento. Ou seja, o valor agregado do investidor está em função de elementos qualitativos – expertise - e não quantitativos - tempo de dedicação (Mason & Harrison, 1996).

É importante ressaltar, que todo esse relacionamento de sucesso entre investidor e empreendedor, foi alcançado graças a uma sólida relação de confiança entre os agentes, bem como uma propensão a cooperação por parte dos empreendedores. Harrison *et al* (1997), concluem que a relação de confiança dos investidores informais é parcial e frágil, onde a motivação para uma continuidade no relacionamento é muito limitada. Além disso, os autores identificam que o principal impeditivo da cooperação entre investidores e empreendedores é a percepção da baixa competência do empreendedor por parte do capitalista. O que se percebe em nossa discussão, é uma total falta de aderência entre a literatura estrangeira e os casos da presente dissertação.

Se analisarmos inicialmente a relação de confiança, podemos notar que esta é extremamente sólida por ambas as partes. Os investidores só realizaram seus aportes, quando confiaram nos empreendedores. Além disso, os empreendedores só propuseram a relação de parceria, quando perceberam que esta seria o melhor caminho para sua organização. As palavras de José Louis sobre essa questão são bem ilustrativas:

“Temos que tomar muito cuidado para não perder o foco, mas uma coisa que me tranquiliza é que tenho uma pessoa como o Rudolph comigo, certamente se estivesse sozinho não estaria seguro, quando olho um pouco para o futuro vejo que estou em boas companhias, isso dá uma tranquilidade, saber que existem pessoas junto que podem nos ajudar a colocar o barco no rumo certo. (...) isso é uma coisa que é um diferencial da Profit em relação as outras empresas”.

Ou seja, os empreendedores têm plena segurança nos seus investidores. E mais ainda, já foi estabelecida uma confiança baseada em identificação, citada em Harrison (et al 1997), onde ambos os agentes entendem e apreciam os interesses e valores um do outro.

Com relação à propensão ao aprendizado dos empreendedores, percebe-se que apesar da menor experiência, os investidores respeitam muito o conhecimento destes sobre o negócio. Não existe uma postura arrogante por parte dos anjos, até porque isso inviabilizaria uma relação de parceria. Além disso, em todos os casos, os empreendedores estão buscando algo maior que os recursos financeiros, sendo totalmente receptivos aos conselhos dos investidores. Para José Felipe da MHW, “nós tínhamos necessidade de experiência. Nós não fomos do perfil arrogante de empresa de bolha de Internet. Então, precisávamos de pessoas com experiência, vivência de projetos e negócios, que pudessem atuar como contatos e abrir ainda mais portas para a empresa”.

Por fim, temos as questões relacionadas ao fluxo de informação e controles operacionais feitos pelos investidores nas firmas, citados por Mason & Harrison (1996). A partir da análise dos casos, podemos notar um forte controle na parte financeira das empresas. No caso da MHW, Profit e NetQuant, os investidores são os responsáveis diretos pelo gestão do fluxo de caixa das organizações. Já na NovoCell, Erich recebe periodicamente relatórios sobre a posição financeira da empresa. Quanto aos fluxos de informação, estes ocorrem no dia-a-dia, reuniões periódicas, e-mail, *Messenger* e telefone. Os avanços da tecnologia de informação, fizeram com que fosse possível uma participação ativa em todos os casos, inclusive em investimentos com grandes distancias geográficas, como a NovoCell.

Resultados da Participação dos Investidores

Os resultados da participação dos investidores podem ser percebidos no sucesso alcançado por todos os empreendimentos. As expectativas de crescimento foram atingidas e as perspectivas são ainda melhores, para as empresas que ainda existem. Além disso, todos os entrevistados destacaram os resultados intangíveis da participação dos investidores. Segundo Franklin da MHW, “até um determinado tamanho de empresa, foi uma experiência super proveitosa, uma troca muito interessante, nós muito jovens e eles agregaram muito conhecimento, dicas, conceitos, relacionamentos, abertura de portas, trouxeram negócios para empresa (...) isso foi muito bom para nós, pois trouxe um amadurecimento muito grande”.

Os empreendedores da Profit enxergam essa relação de parceria com o investidor, como se fosse um “pai que está ensinando o filho a andar de bicicleta”. José Louis vai ainda mais além, destacando o papel que será desempenhado no futuro próximo pelos investidores:

“ele vai passar a vir no escritório também, estaremos procurando um escritório maior, e nesse espaço haverá um lugar para o Rudolph vir pelo menos duas vezes por semana (...) nós estamos numa fase onde a presença dele será fundamental, antes estávamos engatinhando, agora estamos no jogo pra valer e as demandas estão ficando muito maiores”.

Apesar de todo o sucesso alcançado, empreendedores e investidores passaram por diversas situações problemáticas, que possivelmente teriam sido feitas de modo diferente. Embora a presente dissertação não contemple a análise de casos de “fracasso”, podemos enumerar essas situações problemáticas como indicativos de um possível fracasso no desenvolvimento dos empreendimentos.

Tabela 6: Etapas do Investimento Informal – Problemas Enfrentados

Problemas	Empresas			
	Profit	MHW	NetQuant	NovoCell
Pró-labore dos empreendedores	✓			
Expectativas com relação à performance do negócio				✓
Falta de formalismo na relação investidor/empreendedor		✓		
Problemas de Estratégia e Estrutura		✓		
Negociações mal formuladas		✓		

Conforme podemos observar, no caso da Profit, o principal problema esteve relacionado com o pró-labore dos empreendedores. Uma questão como essa surge, porque foi estabelecida uma relação de parceria de duas pessoas jovens que estavam iniciando suas carreiras, com duas mais velhas, totalmente consolidados em termos financeiros. Assim, o desafio foi chegar a um ponto de equilíbrio onde todas as partes ficassem satisfeitas. Segundo José Louis, nada que uma boa conversa e bom senso não possam resolver.

Já Valdemar da NovoCell, vivenciou um problema que foi identificado no trabalho de Mason & Harrison (1996), que esta relacionado aos *gaps* entre as expectativas dos investidores e empreendedores com relação a performance do negócio. Segundo o empreendedor, “para conseguir o crescimento rápido nós tivemos que atropelar algumas coisas e pessoas. Então isso eu não sei se foi saudável (...) fui pouco precavido na hora de montar o ritmo da estratégia, não a direção, mas o prazo do retorno. Poderia ter sido mais lento, as coisas estariam mais de acordo com os padrões da empresa que estou montando”. Essa parece ser uma lição importante. Ou seja, é fundamental haver um alinhamento de expectativas entre empreendedores e investidores para que as cobranças tenham efeitos positivos na sustentabilidade do negócio.

A MHW foi o caso em que foram levantados o maior número de situações onde os envolvidos teriam feito algo de modo diferente, caso fosse possível voltar atrás. Isso pode ser explicado pelo fato da empresa ter passado por todas as etapas de financiamento empreendedor. Nelson e José Felipe citaram questões como a falta de formalismo nas reuniões da empresa e erros de posicionamento estratégico da companhia.

O investidor Salim levantou uma questão que segundo ele pode ter prejudicado o crescimento sustentável da empresa. Conforme a abordagem de Chandler (1962), o alinhamento de estratégia e estrutura é essencial para o bom andamento de uma empresa, e talvez, esse tenha sido um grande erro na MHW. Nas palavras do próprio investidor: “todos querem fazer tudo rápido demais, uma empresa engole a outra, se engole, numa tentativa desesperada de andar rápido demais (...) andar rápido talvez evite fazer as coisas como se deve (...) é melhor andar um pouco mais devagar, mas fazer de uma maneira mais sólida”.

Por fim, Franklin enumerou algumas questões relevantes para o sucesso de um investimento informal, que curiosamente não foram mencionadas em nenhum artigo da bibliografia pesquisada. Para o empreendedor, os contratos e negociações deveriam ter sido feitos de forma diferente, estabelecendo-se de antemão as condições de saída do investimento. Além disso, deve haver uma preocupação com as situações adversas. Franklin afirma ser fundamental a confecção de cenários negativos. Nas suas palavras “o brasileiro tende a pensar só nas coisas boas, ninguém pensa no cenário ruim (...) e se der problema, e se tivermos que cortar custos, que demitir gente (...) você deve tomar medidas impopulares, sendo importante que estas sejam anteriormente acordadas”.

Entraves Ao Mercado de Anjos – O papel das Políticas Públicas

A ultima questão em discussão na dissertação são os entraves ao desenvolvimento do mercado de investimento informal no Brasil. Segundo Wetzel (1983), a incapacidade de o investidor fazer investimentos está relacionada a um problema de informação, originado no desconhecimento do mercado de investimentos “anjos”. Conforme podemos notar na tabela abaixo, esta foi apenas uma das questões apontadas nos casos descritos anteriormente.

Tabela 7: Principais entraves ao desenvolvimento do mercado de anjos no Brasil

Problemas	Empresas			
	Profit	MHW	NetQuant	NovoCell
Falta de Oportunidades				
Falta de qualidade nas oportunidades	✓		✓	✓
Falta conhecimento do mercado de anjos	✓	✓		
Falta de incentivos fiscais				✓
Falta de investidores com coragem de investir		✓		✓
Faltam possibilidades de saída do investimento		✓		✓
Faltam canais entre investidor e empreendedor		✓		

Segundo Mason & Harrison (1996, 2002), um dos fatores que explicam a ineficiência do mercado de investimento informal é a falta de qualidade das propostas. Na tabela acima, podemos perceber que praticamente todos citaram essa questão. Para Jose Louis da Profit, o problema é a falta de qualificação dos empreendedores, que leva a negócios de baixa qualidade. Nas suas palavras, “falta muita maturidade aos novos empresários”. O investidor da NetQuant concorda exatamente com esse ponto. Segundo Alexandre, que já avaliou mais de 160 propostas nos últimos três anos, os “projetos são muito fracos”. Franklin acredita que o

problema é que falta preparo dos empreendedores, eles têm que aprender a dividir para crescer. Valdemar da NovoCell, adiciona mais uma questão, afirmando que o país possui poucas empresas preparadas para receber o investimento; “todos querem o dinheiro, mas ninguém quer a responsabilidade”.

Outra questão apontada por Mason & Harrison, é a existência de um grande número de pessoas que possui o dinheiro mas tem medo de investir, os chamados investidores “virgens”. MHW e NovoCell citaram essa questão. Na opinião de Jose Felipe da MHW, os investidores não têm coragem de investir devido ao estouro da bolha de Internet que deixou as pessoas mais conservadoras.

Outro problema muito citado na literatura é a falta de informação, ou seja, a falta de conhecimento do mercado de anjos. Segundo Jose Louis, “não existe um modelo de *business angels* no Brasil, ninguém sabe exatamente como entra ou sai”. Para Valdemar da NovoCell, alguns investidores confundem o conceito, buscam empresas mais estruturadas, investindo como um fundo de capital de risco. Nas suas próprias palavras, “a maioria quer o filet mignon, empresas como a minha são abacaxi, se cultivar direito fica docinho, é muito trabalho”. Salim da MHW cita essa mesma questão, afirmando que alguns investidores acham que os empreendedores são seus empregados, desempenhando um papel de mero conselheiro.

Mais três questões muito encontradas na literatura foram citadas pelos entrevistados. A primeira é a falta de incentivos fiscais. Segundo Erich “não existe legislação específica. A segunda questão esta relacionada aos aspectos de saída do investimento. Segundo Franklin e Erich, não existe a menor possibilidade de uma empresa de médio porte no Brasil realizar um

IPO. Nas palavras do investidor, “a questão da saída eu conscientemente deixei para pensar depois, caso contrário não teria realizado investimento”. O terceiro e último ponto, foi levantado pelo investidor da MHW, Nelson. Este acredita que o principal entrave ao mercado de anjos é a falta de canais que possibilitem o encontro de investidores e empreendedores.

Vale ressaltar, que o item “falta de oportunidades” de negócio não foi apontado por nenhum entrevistado. Isso indica que existem negócios, porém nem sempre de qualidade. Além disso, a presença de investidores também é percebida por todos. Nesse sentido, a política governamental tem um horizonte de atuação muito relevante no Brasil.

6. Considerações Finais

Cada vez mais, o desenvolvimento de pequenas e médias empresas de base tecnológica ganha força no debate econômico de estados e governos. Nesse contexto, entender os aspectos ligados ao financiamento do empreendedorismo tecnológico torna-se o desafio a ser ultrapassado pelos estudiosos do tema.

O objetivo da presente dissertação foi investigar uma das alternativas de financiamento de novos negócios no Brasil, o chamado investimento informal. A pergunta da pesquisa pode ser expressa da seguinte maneira:

A pergunta da pesquisa pode, então, ser expressa como: como se desenvolve o relacionamento entre investidor informal e empreendedor no Brasil?

Através das análises dos casos, o estudo sugere que, para se entender o relacionamento investidor informal/empreendedor, é fundamental a compreensão da maneira como este é construído, desde o início do processo – busca de oportunidades - até o pós-investimento em si. Segue abaixo, um quadro de resumo das conclusões:

Tabela 8: Resumo das Conclusões

Etapas do Investimento “anjo”	Questões Relevantes
Busca de oportunidades	<ul style="list-style-type: none"> • Preparação dos empresários para receber o aporte financeiro; • Conhecimento do conceito de “investidor anjo”;
Seleção de oportunidades	<ul style="list-style-type: none"> • Investidor: avaliar o produto, o mercado, as virtudes pessoais dos empreendedores e buscar um bom <i>fit</i> com os empresários; • Empreendedores: avaliar <i>Kown-How</i>, experiência e rede de relacionamentos do investidor;
Negociação e fechamento de contrato	<ul style="list-style-type: none"> • “Ganha-ganha”; • Parceria de Longo Prazo;
Pós-investimento	<ul style="list-style-type: none"> • Capital; • Modelagem do negócio e confecção do produto; • Busca de recursos financeiros; • Formulação de estratégias; • Planos de Marketing e Operacionais; • Conselheiro Informal; • Rede de relacionamento;

A primeira etapa do investimento informal é a **busca de oportunidades**. Apesar de não ocorrer uma relação direta entre investidor e empreendedor nesse momento, existem dois elementos importantes que interferem diretamente no êxito do relacionamento. O primeiro deles está ligado aos empreendedores e seu negócio. Os casos sugerem que é importante a preparação dos empresários para receber o aporte financeiro. Ou seja, a busca de oportunidades só deve ter início quando a empresa estiver preparada para o investimento, sabendo exatamente quando e como utilizar o capital. O segundo elemento está ligado aos investidores. Estes devem ter pleno conhecimento do conceito de “investidor anjo”. Quanto maior o nível de informação, mais preparado o investidor estará.

A partir da identificação das oportunidades, geralmente oriundas de contatos pessoais e trabalho, investidores e empreendedores passam a segunda etapa do investimento – **seleção de oportunidades**. É justamente nessa etapa, que o relacionamento começa a se estruturar. Embora cada pessoa possua seus próprios critérios de seleção, os casos demonstram alguns elementos em comum que devem ser considerados. Do ponto de vista do investidor, além de avaliar o produto, o mercado e as virtudes pessoais dos empreendedores, é importante que haja um bom *fit* com os empresários. Deve-se buscar um investimento em que haja empatia, onde as expectativas do investidor e empreendedor estejam as mais alinhadas possíveis, “o investidor deve sonhar da mesma forma que o empreendedor”.

Sob a ótica dos empreendedores, estes devem identificar o quanto o investidor irá agregar de valor ao seu empreendimento. Além do capital, *Kown-How*, experiência e rede de relacionamentos são essenciais para um investimento “anjo” de sucesso.

Vale ressaltar, que o empreendedor deve ter em mente a existência dos diferentes perfis de investidor. Conforme observado, existem os “sistêmicos” e os “mentores”, ou seja, deve-se refletir sobre qual é a real necessidade da organização. Pois apesar de semelhantes na etapa de pós-investimento, investidores “mentores” dedicam uma carga de trabalho muito maior que investidores “sistêmicos”.

Passada a seleção, a próxima etapa é a **negociação e fechamento de contrato**. O desafio nesse momento é chegar a um denominador comum, onde se estabeleça uma negociação “ganha-ganha”. Ou seja, o investimento deve ser atrativo aos “anjos”, e ao mesmo tempo, capaz de motivar os empreendedores. O que está sendo oficializado é uma relação de parceria

de longo prazo, em que investidor e empreendedor devem estar satisfeitos para encarar o crescimento esperado do negócio.

Ao término das três etapas iniciais do investimento informal, tem-se início o **pós-investimento**. Durante essa etapa, que o relacionamento investidor/empreendedor se intensifica e se consolida. O estudo dos casos sugere que o sucesso nesse momento, está ligado a uma troca constante entre os agentes. Os investidores devem ter uma participação ativa nos negócios, trabalhando no dia-a-dia e tomando parte no processo decisório, sendo praticamente co-empresendedores. Além do dinheiro, existem diversos elementos nessa participação:

- Modelagem do negócio e confecção do produto – os investidores devem buscar agregar toda a sua experiência e *Know-how* na determinação do melhor modelo de negócios a ser desenvolvido, bem como uma atuação no produto em si.
- Busca de recursos financeiros – os investidores têm um papel relevante nesse sentido, pois além de maior experiência, são as pessoas que melhor conhecem as necessidades da empresa, junto com os empreendedores.
- Formulação de estratégias – novamente, a experiência dos investidores é fundamental. Determinar o segmento alvo, o posicionamento de mercado e os caminhos a serem seguidos, são questões complexas que levam muitos negócios ao insucesso.
- Planos de Marketing e Operacionais – no que tange ao marketing, a figura dos investidores se torna o diferencial. Como, na maioria das vezes, novos

empreendimentos são geridos por jovens, uma pessoa com mais experiência garante a credibilidade. Quanto a questão operacional, poucos são os empreendedores com conhecimento de gestão financeira, contratos, propostas, etc. Cabe ao investidor auxiliar em todo o processo burocrático.

- **Conselheiro Informal** – talvez seja principal recurso compartilhado por investidores. Existem dois componentes nesses conselhos: a troca de experiências no dia-a-dia, auxiliando na resolução de pequenos problemas que se mal administrados podem se tornar complicadores e, as estratégias de crescimento. É fundamental que investidores direcionem o crescimento dos novos negócios, controlando a ânsia dos mais jovens, e conseqüentemente, atingindo a sustentabilidade.
- **Rede de relacionamento** – esse é um grande ativo de um investimento informal. Quanto maior o compartilhamento de contatos dos investidores com os novos negócios, maiores as possibilidades de clientes e mercados.

É importante destacar, que todo esse fluxo de informação entre investidores e empreendedores ocorre de maneira informal, no dia-a-dia, em reuniões periódicas, por e-mail, *Messenger* e telefone. Os avanços da tecnologia de informação facilitam uma participação ativa nos negócios, mesmo quando os investimentos ocorrem em grandes distancias geográficas.

Os resultados apresentados na dissertação levam à algumas implicações importantes para políticas governamentais. Na verdade, indicam um longo horizonte de atuação para o Brasil.

Conforme podemos observar nos casos, o mercado de investidores informais possui diversos entraves originados, principalmente, na falta de informação. Nesse sentido, algumas

iniciativas poderiam ser incorporadas. A primeira seria o incentivo a investidores “virgens” a realizarem investimentos. Seminários, cartilhas, *sites*, workshops são apenas algumas maneiras que poderiam melhorar a desinformação das pessoas sobre esse mercado. A segunda política seria o estímulo a formação de *business angels networks* com o objetivo de melhorar os canais de informação entre investidor e empreendedor.

Além disso, uma atuação do setor público em questões como isenções fiscais, desenvolvimento do mercado de ações (IPO) e melhoria das condições de abertura de novos empreendimentos, podem levar a formação de uma cultura empreendedora, que se bem trabalhada, pode trazer grandes benefícios ao país.

Por fim, a dissertação permitiu a observação de diversos campos dentro do tema “investimento informal” que podem ser explorados por outros pesquisadores, dentre eles:

- Estudos empíricos que pudesse identificar quem são, quantos são e como atuam os “anjos” brasileiros;
- Trabalhos quantitativos que pudessem comprovar as hipóteses aqui apresentadas;
- Análises detalhadas das diferentes etapas do investimento informal. Entender exatamente questões ligadas à busca e seleção de oportunidades e negociação e fechamento de contratos é um campo vasto e ainda pouco explorado no Brasil;

- Pesquisas qualitativas que analisem o processo completo do financiamento empreendedor, identificando os condicionantes de sucesso para um crescimento saudável de um novo empreendimento;
- Análises de casos de fracasso. Apesar da dificuldade de se obter dados sobre fracasso, estudá-los com profundidade é fundamental para o correto entendimento dos problemas;

Bibliografia

- AERNOUDT, R. (1999). *Business Angels: should they fly on their own wings*. Venture Capital, vol1, n2, 187-195.
- ARDICHVILI, A.; CARDOZO, R. RAY, S, (2003). *A theory of entrepreneurial opportunity identification and development*. Journal of Business Venturing, v.18, p.105-123.
- BAKER, T.; MINER, A. S.; EESLEY, D. T. (2003). *Improvising firms: bricolage, account giving and improvisational competences in the founding process*. Research Policy, v.32, p.255-276.
- BARNEY, J, (1991). *Resoucers and sustained competitive advantage*. Journal of Management, vol. 17, n.1, p. 99-120.
- BHAVE, M. P. (1994). *A process model of entrepreneurial venture creation*. Journal of Business Venturing, 9, p.223-242.
- BRETTEL, M. (2003). *Business angels in Germany: a research note*. Venture Capital, vol5, n3, 251-368.
- BRUSH, C. G.; GREENE, P. G.; Hart, M. M. (2002). *Empreendedorismo e construção da base de recursos*. RAE – Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v 42, n 1, p. 20-35.
- BYGRAVE, W. D. & HUNT, S. A. (2003). *Global Entrepreneurship Monitor, Final Report*.
- BYGRAVE, W. D. & HUNT, S. A (2004). *Global Entrepreneurship Monitor, Financing Report*.
- BYGRAVE, W. D., HAY, M., NG, E. & REYNOLDS, P. (2002). *A study of Informal Investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM)*. Frontiers of Entrepreneurship Research.
- CARTER, N. M.; GARTNER, W. B.; REYNOLDS, P. D. (1996). *Exploring start-up event sequences*. Journal of Business Venturing, 11, p. 151-166.
- CASSAR, G (2004). *The Financing of Business Start-ups*. Journal of Business Venturing 19, 261-283.
- CHANDLER, A. D (1992a). *Organizational Capabilities and the economic history of the industrial enterprise*. Journal of Economic Perspectives, v.6, n.3, p. 79-100.
- CHANDLER, A. D (1992b). *Managerial enterprise and competitive capabilities*. Business History, v. 34, January, p. 11-41.
- CHANDLER, A. D. (1962). *Strategy and Structure*, Introduction, MIT Press, p. 1-17.
- CHANDLER, A. D. (1962). *Strategy and Structure*, Conclusion, MIT Press, p. 382-396.

- DAVIDSON, P. (2004). *Researching Entrepreneurship*. USA, Springer Science & Business Media.
- DAVIDSON, P.; HONIG, B. (2003). *The role of social and human capital among nascent entrepreneurs*. *Journal of Business Venturing*, v.18, p.3001-331.
- DAVILA, A., FOSTER, G. & GUPTA, M. (2003). *Venture capital financing and the growth of startup firms*. *Journal of Business Venturing*, 18, 689-708.
- DORNELAS, J. C. (2001). *Assis. Empreendedorismo: transformando idéias em negócios*. Rio de Janeiro: Campus.
- EHRlich, S. A., DE NOBLE, A. F., MOORE, T. and WEAVER, R. R. (1994). *After cash arrives: a comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms*. *Journal of business venturing*, 9, 62-82
- FARREL, A. E. & HOWORTH, C. (2001). *Representativeness and Overconfidence in Novice and Habitual Business Angels*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- FEENEY, L., HAINES, Jr, G. and RIDDING, A. (1999). *Private investors' investment criteria: insights from qualitative data*. *Venture Capital*, 1, 121-145.
- FIET, J. (1995). *Reliance Upon Informants in the Venture Capital Industry*. *Journal of Business Venturing* 10, 195-223.
- FIET, J. (2005). *Risk avoidance Strategies in Venture Capital Markets*. *Journal of Management Studies*, 32-4.
- FREAR, J., SOHL, J. and WETZEL, W. (2001). *The characteristics and Value-Added Contributions of Private Investors to entrepreneurial software ventures*. *Journal of Entrepreneurial Finance* 6, 84-103.
- FREAR, J., SOHL, J. and WETZEL, W. (2002). *Angels on Angels: financing technology-based ventures – an historical perspective*. *Venture Capital*, vol 4, n4, 275-287.
- FILION, Louis J. (1999). *Empreendedorismo: empreendedores e proprietários-gerentes de pequenos negócios*. *Revista de Administração*. São Paulo, v. 34, n. 2, p. 05-28.
- GAGLIO, C. M.; KATZ, J. (2001). *A. The psychological basis of opportunity identification: entrepreneurial alertness*. *Small Business Economics*, v.16, p.96-111.
- GARTNER, W. B.; SHAVER, K. G.; GATEWOD, E. J. (2000). *Doing it yourself: career attribution of nascent entrepreneurs*. http://www.babson.edu.entre/fer/awarda/nfib/html/nfib_paper.htm.
- GREINER, L. (1998). *Evolution and Revolution as organization grow*. *Harvard Business Review*, May-June, p. 55-67.
- GREVE, A. & SALAFF, J. W. (2003). *Social Networks and Entrepreneurship*. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

GONÇALVEZ, C. & RIBEIRO, F. (1999). *Caracterização de Empresas de Alta Tecnologia*. Balas Proceedings, New Orleans, USA.

GORGULHO, L.F. (1996). *O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica: O Caso Contec/BNDES*. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, UFRJ.

HINDLE, K. & WENBAN, R. (1999). *Australia's Informal Venture Capitalists: an exploratory profile*. *Venture Capital*, vol1, n2, 169-186.

HOCHMAN, N. & BOTELHO, A.J. (2002). Pesquisa sobre Investidores Anjos no Brasil. Relatório Final.

JACK, S. L.; ANDERSON, A. R. (2002). *The effects of embeddedness on the entrepreneurial process*. *Journal of Business Venturing*, v.17, p.467-487.

LANDSTROM, H. (1992). *The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach*, *Entrepreneurship & Regional Development*, 4: 199-223.

LANG, J., LELEUX, B. & SURLEMONT, B. (2002). *A review of best practices in Europe and USA Angel networks for the 21 century*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

LEE & CORREA (2004). *Promoting entrepreneurship and innovative SMEs in a global economy: towards a more responsible and inclusive globalization*. In: 2nd OECD CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SMEs) Istanbul, Turkey 3-5 June 2004.

LEMOS, M.V. (1998). *As incubadoras e o apoio as pequenas empresas de base tecnológica para superação de suas dificuldades*. In: Seminário Nacional de Parques Tecnológicos e Incubadoras de empresas, 1998, Belo Horizonte. Anais..Belo Horizonte: AMPROTEC, p. 351-3625.

LERNER, J. (1998). *Angel Financing and public policy: an overview*. *Journal of Banking & Finance*, 22, 773-783.

LIPPER, G. & SOMMER, B. (2002). *Encouraging Angel capital: what the US states are doing*. *Venture Capital*, vol4, n4, 357-362.

KELLY, P. & HAY, M. (2003). *Business Angel contracts: the influence of context*. *Venture Capital*, vol5, n4, 287-312.

MACULAN, A. (2002). *Ambiente empreendedor e aprendizado das Pequenas Empresas de Base Tecnológica*. Políticas para Promoção de Sistemas Produtivos Locais de MPME.

MARSILI, Q. (2001). *The anatomy and evolution of industries*. Cap 3, p. 35-52, Edward Elgar.

MARSILI, Q. (2001). *The anatomy and evolution of industries*. Cap 5, p. 89-107, Edward Elgar.

- MASON, C. M. & HARRISON, R. T. (1995). *Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angel networks*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- MASON, C. M. & HARRISON, R. T. (1996a). *Developments in the promotion of Informal Venture Capital in UK*. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, vol2, n2, 6-33.
- MASON, C., HARRISON, R. (1996b). *Informal Venture Capital: a study of the investment process and post-investment experience*, *Entrepreneurship & Regional Development*, vol8.
- MASON, C. M.; HARRISON, R. T & DIBLEN, M.R. (1997). *The role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory Analysis*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21, 63-81.
- MASON, C., HARRISON, R. (1999). *Public policy and the development of the informal venture capital market*. *Industrial Policy in Europe*.
- MASON, C. M., HOBSON, P. A. & HARRISON, R.T. (2000). *Determinants of Long Distance Investing by business angels*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- MASON, C. M. & HARRISON, R. T. (2001). *Backing the Horse or The Jockey. Agency costs, Information and the Evaluation of Risk by Business Angels*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- MASON, C. M.; HARRISON, R. T. (2002). *Barriers to investment in informal venture capital sector*. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 271-287.
- MASON, C. M. & STARK, M. (2004). *What do investors Look for in a Business Plan*. *International Small Business Journal*.
- MAULA, M., AUTIO, E. & ARENIUS, P. (2003). *What drives micro-angel investments. A large sample study of the factors explaining micro-angel investments*. Working Paper, Espoo, Finland.
- MELO, L.M. (2004). *O Novo padrão do Financiamento da Inovação no Brasil*. Seminário de Pesquisa. Instituto de Economia, UFRJ.
- NAFFZIGER, D. W.; HORNSBY, J. S.; KURATO, D. F. (1994). *A Proposed research model of entrepreneurial motivation*. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Spring, p. 29-42.
- PENROSE, E. (1959). *The Theory of the Growth of the firm*. White Plains, N.Y., M. E. Sharpe, Inc., chapter 2,3,4,5 – 24-74. 1981, 1° ed..
- REITAN, B. & SORHEIN, R (2000). *The Informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behavior and investment preferences*. *Venture Capital*, vol2, n2, 1219-141.
- SAETRE, A. S. (2002). *Entrepreneurial Perspectives on Informal Venture Capital*. *Venture Capital*, vol 5, n1, 71-94.

- SHANE, S.; VENKATARAMAN, S. (2000). *The promise of entrepreneurship as a field of research*. Academy of management Review, v.25, n.1, p.217-226.
- SHOOK, C. L.; PRIEM, R. L.; MCGEE, J. E (2003). *Venture creation and enterprising individual: a review and synthesis*. Journal of Management, v.29, n.3, p.379-399.
- SORHEIN, R. & LANDSTRON, H. (2001). *Informal Investors – A categorization, with policy implications*. Entrepreneurship and Regional Development.
- SORHEIN, R. (2003). *The pre-investment behavior of business angels: a social capital approach*. Venture Capital, vol5, n4, 337-364.
- SOHL, J. & ROSENBERG, W. (2003). *The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments*. Journal of Private Equity, vol6, n2, 7-17.
- STUART, P., WHITTAN, G. & JOHNSTON, J. (2003). *The operation of Informal venture capital market in Scotland*. Venture Capital, vol5, n4, 313-335.
- TASHIRO, Y. (1999). *Business angels in Japan*. Venture Capital, vol11, n3, 259-273,
- TEECE, D. J. (1993). *The dynamic of industrial capitalism: Perspectives on Alfred Chandlre's Scale and Scope*. Journal of Economic Literature, vol XXXI, p. 1999-225.
- VENKATARAMAN, S. (2004). *Regional transformation through technological entrepreneurship*. Journal of Business Venturing, 19, 153-167.
- VISSER, R. & WILLIAMS, R (2001). *Prospecting for Gold: how Dutch informal investors appraise small business in trouble*. Venture Capital, vol3, n1, 1-24.
- WETZEL, W.E. (1981). *Informal Risk Capital in New England*. In Vesper, K. H. (ed.) Frontiers of Entrepreneurship Research 1981 (Wellesley: Babson College), 217-245.
- WETZEL, W.E. (1983). *Angels and Informal Risk Capital..* Sloan Management Review, 24 (4), 23-24.
- WILTBANK, R. & SARASVATHY, S. (2002). *Selection and Return in Angel Investment*. Babson Conference, 2002.
- WONG, A. (2002). *Angel Finance: The other Venture Capital*. PHd Thesis.
- WYER, P., MASON, J. & THEODORAKOPOULOS, N. (2000). *Small Business development and the Learning Organization*. International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, vol 6, n4.

ANEXO 1: Roteiro de Entrevista

Questionário – Empreendedor

1.1. – Dados Pessoais

Nome: _____ Sexo: _____ Idade: _____
 Cidade onde reside: _____ Formação Acadêmica: _____
 Principal Ocupação Profissional: _____
 Já participou da gestão ou fundação de uma pequena empresa? Caso positivo, como foi?

1.2 - Perfil do Negócio

Fale sobre a história da empresa?

DESCOBERTA DA OPORTUNIDADE

Como surgiu a idéia do negócio?

- posse da informação
- traços pessoais
- educação
- experiência profissional
- conhecimento do mercado
- laços fortes – família e amigos
- laços fracos – associações de negócios).

Você pensava em ser empreendedor antes da abertura da empresa?

AVALIAÇÃO DA OPORTUNIDADE

Por que você resolveu abrir a empresa?

Características da oportunidade e do indivíduo:

- propensão ao risco
- capacidade de obter recursos
- sua experiência anterior
- suas percepções individuais e visões otimistas
- sua necessidade de locus de controle e conquistas.

De que forma seus conhecimentos, habilidades e recursos poderiam se alinhar com as necessidades de mercado?

DESENVOLVIMENTO DA OPORTUNIDADE

Como ocorreu o processo de crescimento da firma ?

Quais os principais entraves para o crescimento da firma?

Como sua empresa se financiou até a entrada do investidor informal?

1.3 O caso analisado – O Processo de Busca, Seleção e Negociação de Oportunidades

BUSCA DE OPORTUNIDADES

Como tomou conhecimento dessa possibilidade de investimento?

Você buscou ou foi procurado pelo investidor informal?

Se você buscou, com quantos investidores entrou em contato?

Se foi procurado, por quantos investidores você foi procurado?
Como você avalia essa experiência inicial? Foi benéfica para o empreendimento?

SELECÇÃO DE OPORTUNIDADES

O que levou a empresa a iniciar uma negociação com o investidor informal?

Qual era seu nível de conhecimento de investimento informal antes de iniciar a negociação?
Quais características do investidor foram levadas em consideração na análise? (experiência ou conhecimento na área do negócio e contatos pessoais) Quais foram os critérios utilizados?
Você realizou alguma pesquisa sobre o investidor?

NEGOCIAÇÃO

Como se desenvolveu todo o processo de negociação?

Quais os principais pontos / áreas de conflito na negociação?

- participação acionária
- a definição de seu salário
- a estratégia de saída do investimento
- a quantidade de recursos investida
- as metas de performance
- valor do negócio e do investimento

Como você avalia o processo de negociação? O tempo de negociação foi satisfatório?
Os termos de negociação estabelecidos foram satisfatórios? (participação acionária)
Caso fosse possível o que você faria de diferente?

1.4 - O caso analisado – Relação Pós-investimento

EXPECTATIVAS

Quais eram as expectativas com relação ao investidor no início?

Essas expectativas se alteraram no decorrer dos anos?

FORMAS DE ATUAÇÃO (RECURSOS ADQUIRIDOS)

De que forma você participava/auxiliava na gestão da empresa?

- Modelagem do Negócio
- Busca de novos recursos financeiros
- Recrutamento de pessoas chave
- Formulando Estratégias
- Identificação de oportunidades
- Planos de marketing e Operacionais
- Sendo Conselheiro Informal
- Redes de relacionamento

De que forma todos esses recursos foram compartilhados?

Qual era a propensão à cooperação dos empreendedores?

Como se dava à relação de confiança entre investidor e empreendedor?

Como ocorriam os fluxos de informação entre investidor e empreendedor?

Havia mecanismos de controle na firma? (reuniões periódicas e confecção de relatórios específicos)

RESULTADOS

Quais foram os resultados tangíveis e intangíveis da sua participação no negócio?

Quais os principais problemas enfrentados no investimento? (temor de prejuízos, medo das atitudes dos investidores). O que poderia ter sido feito diferente em todo o processo?

Quais são as expectativas futuras?

Na sua opinião, quais os principais entraves ao desenvolvimento do mercado de investidores informais no Brasil?

- Falta de oportunidades de investimento suficientes que se encaixam nos seus critérios;
- Falta qualidade nas propostas dos empreendedores;
- Os investidores gastam pouco tempo na procura de oportunidades (não existe proatividade);
- Falta de conhecimento do mercado de investimento informal;
- Falta de incentivos fiscais.

Como você avalia a atuação das instituições governamentais no mercado de investimento informal? O que poderia ser feito para tornar essas políticas mais eficientes?

Roteiro de Entrevista – Investidor Informal

1.1– Dados Pessoais

Nome: _____ Sexo: _____ Idade: _____
 Cidade onde reside: _____ Formação Acadêmica: _____
 Principal Ocupação Profissional: _____
 Já participou da gestão ou fundação de uma pequena empresa? Caso positivo, como foi?

1.2. Perfil do entrevistado como investidor

Fale sobre seu perfil como investidor

Quando iniciou o investimento informal? Porque investir em novos negócios? (possibilidade de altos retorno, satisfação pessoal, comprometimento com a sociedade)

Quantas empresas já avaliou e quantas investiu? Qual o valor médio dos investimentos? Em que estágio de desenvolvimento da firma eles ocorrem? Qual o perfil das empresas investidas? Em quais setores de negócios? (tecnologia, varejo, etc)

Quanto tempo costuma durar o investimento?

Quanto o investimento informal representa no seu portfólio?

1.3. O caso analisado – O Processo de Busca, Seleção e Negociação de Oportunidades

BUSCA DE OPORTUNIDADES

Como tomou conhecimento dessa possibilidade de investimento? (amigos, familiares, empreendedores, outros investidores, serviços especializados)

SELECÇÃO DE OPORTUNIDADES

O que levou você a iniciar uma negociação com o empreendedor?

Quais características do empreendedor e do negócio foram levadas em consideração na análise? Quais foram os critérios utilizados? Você realizou alguma pesquisa sobre o empreendedor?

Características do negócio: grande número de competidores e produtos substitutos, tecnologia, atratividade do mercado, time de gerencia, potencial de crescimento/risco percebido, bom *fit* com os membros, liquidez razoável, plano de negócios e um plano de saída.

Características do empreendedor: conhecimento gerencial, propensão ao aprendizado, expectativas realistas, e qualidades pessoais (integridade, visão e compromisso).

NEGOCIAÇÃO

Como se desenvolveu todo o processo de negociação?

Quais os principais pontos / áreas de conflito na negociação?

- participação acionária
- a definição de seu salário
- a estratégia de saída do investimento
- a quantidade de recursos investida
- as metas de performance
- valor do negócio e do investimento

Como você avalia o processo de negociação? O tempo de negociação foi satisfatório?
Os termos de negociação estabelecidos foram satisfatórios? (participação acionária)
Caso fosse possível o que você faria de diferente?

1.4 - O caso analisado – Relação Pós-investimento

EXPECTATIVAS

Quais eram as expectativas com relação ao empreendimento (taxa de retorno, período de payback, estratégia de saída e valor do investimento)?

Quais eram as expectativas com relação ao empreendedor no início?

Essas expectativas se alteraram no decorrer dos anos?

FORMAS DE ATUAÇÃO (RECURSOS ADQUIRIDOS)

De que forma você participava/auxiliava na gestão da empresa?

- Modelagem do Negócio
- Busca de novos recursos financeiros
- Recrutamento de pessoas chave
- Formulando Estratégias
- Identificação de oportunidades
- Planos de marketing e Operacionais
- Sendo Conselheiro Informal
- Redes de relacionamento

De que forma todos esses recursos foram compartilhados?

Qual era a propensão à cooperação dos empreendedores?

Como se dava à relação de confiança entre investidor e empreendedor?

Como ocorriam os fluxos de informação entre investidor e empreendedor?

Havia mecanismos de controle na firma? (reuniões periódicas e confecção de relatórios específicos)

RESULTADOS

Quais foram os resultados tangíveis e intangíveis da sua participação no negócio?

Quais os principais problemas enfrentados no investimento? (temor de prejuízos, medo das atitudes dos empreendedores, omissão de informações contábeis e gerenciais, distribuição disfarçada de lucros).

O que poderia ter sido feito diferente em todo o processo?

Quais são as expectativas futuras?

Na sua opinião, quais os principais entraves ao desenvolvimento do mercado de investidores informais no Brasil?

- Falta de oportunidades de investimento suficientes que se encaixam nos seus critérios;
- Falta qualidade nas propostas dos empreendedores;
- Os investidores gastam pouco tempo na procura de oportunidades (não existe pró-atividade);
- Falta de conhecimento do mercado de investimento informal;
- Falta de incentivos fiscais.

Como você avalia a atuação das instituições governamentais no mercado de investimento informal? O que poderia ser feito para tornar essas políticas mais eficientes?

ANEXO 2: Formas de Financiamento Empreendedor

Tabela 1: Funding Options for Start-Up Companies

Bootstrapping	Equity Financing
Early Sources Founders' Capital Savings Credit Cards Second Mortgage Venture Leasing Sales Revenue	Early Sources All Bootstrapping Early Sources Capital also from: Friends and Family Angels Angel Groups Early Stage Venture Capital Firms
Later Sources Lines of Credit SBA Loans Asset Backed Lending Accounts Receivable Factoring, etc. Corporate Strategic Partnerships Banks That Lend To Start-Ups Government Grants (SBIR, DARPA, etc.) Company Earnings	Later Sources All Bootstrapping Sources Venture Capital Firms Corporate Venture Funds Private Equity Firms Private Placement Firms Mezzanine Financing Firms Investment Banks Public Markets

Fonte: Inc. Magazine and Genesis Technology Partners analysis

Tabela 2: Equity Financing Rounds over the Early Life of a Company

Financing Round	Definition	Typical Amounts	Who Typically Plays
Seed	Prove a concept/qualify for start-up capital	\$25,000–500,000 Individual Angels	Angel Groups Early-stage Venture Capitalists
Start-up	Complete product development and initial marketing	\$500,000–3,000,000	Select Individual Angels Angel Groups Early-stage Venture Capitalists
First	Initiate full-scale manufacturing and sales	\$1,500,000–5,000,000	Venture Capitalists

Second	Working capital for initial business expansion	\$3,000,000–10,000,000	Venture Capitalists Private Placement Firms
Third	Expansion capital to achieve break-even	\$5,000,000–30,000,000	Venture Capitalists Private Placement Firms
Bridge	Financing to allow company to go public in 6–12 months	3,000,000–20,000,000	Mezzanine Financing Firms Private Placement Firms Investment Bankers

Fonte: Interviews; definitions taken from *Pratt's Guide to Venture Capital Sources* p. 14, Securities Data Publishing ©1999

Tabela 3: O financiamento da Amazon.com (1994-99)

Time line	Price/share	Sources of funds
1994: July to Nov.	\$0.001	Founder: Jeff Bezos starts with \$10 000, borrows \$44 000.
1995: Feb to July	\$0.17	Family: Founder's father and mother invest \$245 000. 1995:
Aug to Dec.	\$0.13-0.33	Business Angels: 2 angels invest \$54 408. 1995/6: Dec to
May	\$0.33	Business Angels: 20 angels invest \$937 000. 1996: May
	\$0.33	Family: Founder's siblings invest \$20 000. 1996: June \$2.34
		Venture capitalists: 2 venture capital funds invest \$8mm 1997: May \$18.00
		IPO: 3 million shares issued raising \$49.1 million.
1997/8: Dec to May	\$52.11	Bond issue: \$326 million bond issue.

Fonte: Smith and Smith (2000).

ANEXO 3: Descrição detalhada dos serviços e produtos dos casos analisados.

Profit-TI - desenvolveu soluções para as seguintes áreas²⁸:

Recrutamento & Seleção: Quando se trata de recrutamento e seleção, nada supera o E-Hunter, um poderoso sistema de gestão que possibilita ao profissional de Recursos Humanos total controle e gerenciamento de todas as etapas dos processos seletivos. A fim de atender aos mais diversos segmentos, a Profit-TI desenvolveu as seguintes versões do E-Hunter:

E-Hunter - poderosa ferramenta de gestão para a área de recrutamento e seleção, visando agilidade nos processos e redução de custos. Com E-Hunter, o profissional de Recursos Humanos possui total controle sobre todas as etapas dos processos seletivos.

E-Hunter Recrutamento Interno - totalmente voltado para os processos de recrutamento interno, de forma a facilitar o trabalho do profissional de RH e dar mais visibilidade aos seus talentos internos, com alto grau de segurança.

Easy Hunter - É a versão do E-Hunter voltada para pequenas empresas, mas que possuem grandes negócios.

E-Hunter Consultoria - É uma verdadeira ferramenta de *Business Intelligence* voltada ao mercado de consultorias de Recursos Humanos, que possibilita o gerenciamento de todo o processo produtivo das consultorias.

²⁸ Fonte www.profit-ti.com.br

NetQuant²⁹ – os principais produtos são:

Folioview Pension: Especialmente desenhado para fundos de pensão, o Folioview Pension oferece informações vitais na análise de risco e performance da carteira de investimentos das fundações, além de atender todas as exigências normativas da Secretaria de Previdência Complementar(SPC).

Com o Folioview Pension as fundações podem acompanhar a saúde de seus investimentos em cada um de seus gestores, avaliando quem possui o perfil de risco-retorno mais adequado a sua política de investimento. O Folioview Pension permite também uma visão global da carteira, por meio de relatórios de risco e performance consolidados. O Folioview Pension gera todos os relatórios exigidos pela SPC, incluindo o Demonstrativo Analítico de Investimento e Enquadramento de Aplicações (DAIEA) e o resumo aos participantes da fundação.

Folioview Insurance: Com o Folioview Insurance as seguradoras podem dimensionar com precisão o risco de suas reservas e acompanhar a saúde de seus investimentos em cada um de seus gestores, avaliando quem possui o perfil de risco-retorno mais adequado a sua política de investimento. Através dos relatórios do Folioview Insurance, as seguradoras podem selecionar quantitativamente seus fundos de investimentos. O Folioview Insurance permite também uma visão global da carteira, por meio de relatórios de risco e performance consolidados.

Os relatórios Folioview Insurance são disponibilizados pela Internet e podem ser impressos no formato PDF (Adobe Acrobat).

²⁹ Fonte: www.netquant.com.br

Pension Club: O Pension Club foi criado em parceria com a Towers Perrin, com o objetivo de fornecer, às fundações associadas ao clube, mecanismos de comparação para a avaliação e formulação de suas políticas de investimento de longo prazo.

O clube promove debates periódicos entre seus associados onde são discutidos as condições do mercado e os resultados obtidos pelos diversos gestores das fundações. O Pension Club fornece aos seus associados relatórios comparativos de investimento, onde são avaliadas a performance das entidades e de seus gestores utilizando o critério de ranking e diagramas de risco/retorno. Todas as informações utilizadas para formular os relatórios comparativos permanecem anônimas.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)