



Yuri Reis Arrais

As Barreiras Enfrentadas pelos Investidores Anjos no Brasil

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Engenharia Industrial da PUC-Rio.

Orientadores: Maria Angela Campelo de Melo
Antônio José Junqueira Botelho

Rio de Janeiro
Agosto de 2006



Yuri Reis Arrais

As Barreiras Enfrentadas pelos Investidores Anjos no Brasil

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia Industrial da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Maria Angela Campelo de Melo

Orientadora

Departamento de Engenharia Industrial - PUC-Rio

Antonio José Junqueira Botelho

Co-orientador

Departamento de Engenharia Industrial - PUC-Rio

Ursula Wetzel

Instituto Coppead de Administração – UFRJ

Walter Lee Ness

Departamento de Administração, PUC-Rio

José Eugenio Leal

Coordenador Setorial do Centro Técnico Científico - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 28 de Agosto de 2006

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Yuri Reis Arrais

Graduou-se em Engenharia Civil pela PUC-Rio - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – em 2002. Passou então a Engenheiro Geotécnico da Terratek Tecnologia Ltda., na qual já trabalhava como estagiário. Pouco após participou de um programa de intercâmbio no exterior, onde aprimorou seu domínio da língua inglesa e conheceu novas culturas. Ao retornar ingressou como bolsista da CAPES no programa de mestrado do Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio, no qual desenvolveu a presente dissertação.

Ficha Catalográfica

Arrais, Yuri Reis

As barreiras enfrentadas pelos investidores anjos no Brasil / Yuri Reis Arrais ; orientadores: Maria Angela Campelo de Melo, Antonio José Junqueira Botelho. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Engenharia Industrial, 2006.

142 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Engenharia Industrial.

Inclui referências bibliográficas.

1. Engenharia industrial – Teses. 2. Barreiras enfrentadas pelos investidores anjos. 3. Capital de risco. 4. Crescimento de empresas emergentes inovadoras. 5. Economia empreendedora. 6. Grupos de anjos. 7. Ineficiências do setor informal de capital de risco. 8. Sistemas de inovação. I. Melo, Maria Ângela Campelo de. II. Botelho, Antônio José Junqueira. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Artes e Design. III. Título.

CDD: 658.5

Dedico este trabalho a memória de meu Pai,
que esteve sempre presente em meu coração.

Agradecimentos

Primeiramente, um agradecimento especial ao meu orientador, Professor Antônio José Junqueira Botelho, sem o qual este trabalho não se realizaria.

À minha orientadora, professora Maria Angela Campelo de Melo, pelo seu apoio, incentivo e paciência.

À CAPES e à PUC-Rio, pelos auxílios concedidos para realização deste trabalho.

À *Gávea Angels*, à ABVCAP e à FINEP por tornarem o universo desta pesquisa um tanto mais abrangente.

Aos Membros da Banca Examinadora, Professora Ursula Wetzel e Professor Walter Lee, pela presteza e disponibilidade em participar da defesa.

Aos Professores Nelson Hochman e Pimenta Bueno, por estarem sempre disponíveis e colaborarem no desenvolvimento da pesquisa.

À minha mãe e irmã, pelo carinho e amor incondicional. E por estarem sempre ao meu lado me apoiando e incentivando nos momentos mais difíceis.

Aos meus tios, Eliane e Oséias, que me incentivaram, na vida e nos estudos, em todos os momentos.

À minha namorada, Anna, pelo apoio e amor ofertados nos momentos em que estive ao meu lado.

Aos amigos André Rocha, Antônio Sampaio, Bernardo Mattos e Vinicius Almeida por estarem sempre ao meu lado na PUC-Rio e também fora dessa.

A meus primos, Henrique, Júnior, Marcelo, Marcio e Renato, que me apoiaram de forma incondicional para que eu tivesse tempo, tranquilidade e motivação no desenvolvimento desta dissertação.

Resumo

Arrais, Yuri Reis. **As Barreiras Enfrentadas pelos Investidores Anjos no Brasil**. Rio de Janeiro, 2006. 142p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A economia mundial tem sofrido intensas mudanças nas últimas décadas. As pequenas e médias empresas ganham destaque na economia e revelam consigo a importância do mercado de capital de risco, que ajuda no desenvolvimento dessas empresas com auxílio financeiro e de conhecimento. Nas fases ainda mais iniciais destacam-se os investidores anjos, pessoas físicas com elevado capital social e financeiro que atuam de forma societária nessas empresas. Este trabalho descreve o advento da *Economia Empreendedora*, melhor adaptada às mudanças acima, e entra no universo do investidor anjo. Com base numa ampla revisão bibliográfica são descritos o investidor, seu ambiente e sua forma de atuação. Em seguida, pela aplicação de um questionário baseado no conhecimento obtido com a literatura, diversas barreiras nessa identificadas foram submetidas a uma pesquisa que constatou algumas semelhanças com os mercados internacionais e também peculiaridades do mercado brasileiro. Avaliou-se ainda o comportamento dos anjos frente a 17 variáveis políticas e econômicas. Esta parte da pesquisa é útil em especial para a avaliação das atuais políticas de incentivo a esta atividade e ao planejamento de outras

Palavras-chave

Barreiras Enfrentadas Pelos Investidores Anjos; Capital de Risco; Crescimento de Empresas Emergentes Inovadoras; *Economia Empreendedora*; Empreendedorismo; Grupos de Anjos; Ineficiências do Setor Informal de Capital de Risco; Investidor Anjo; Problemas; Sistema de Inovação.

Abstract

Arrais, Yuri Reis. **The Barriers Faced by Brazilians Business Angels**. Rio de Janeiro, 2006. 142p. M.Sc. Dissertation - Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The World's economy has changed a lot in the last decades. The small and medium size companies became more important and with them the venture capital, supplier of money and knowledge for these companies, also play an important role. In the first stages the angel investors, providers of social and financial capital for these companies, are more relevant. This work describes the origin of the *Entrepreneurial Economy* and enters into these investors universe. Based on an extensive bibliographic research it describes the angel investor, its environment and investment process. Latter, with research among Brazilian investors, the barriers found on the literature were submitted for their opinions. Many differences and similarities were found between Brazilian and the other markets. There were also evaluated the impact of 17 economic and political conditions, which are considerably important for the evaluation of actual and future political incentives to stimulate entrepreneurship.

Keywords

Angel Groups; Angel Investors; Barriers Faced by Business Angels; *Entrepreneurial Economy*; Entrepreneurship; Growth of technology based companies; Informal Venture Capital Inefficiencies; Innovation System; Problems; Venture Capital.

Sumário

1	Introdução	16
1.1	Objetivo	17
1.2	O Ciclo de Crescimento das Empresas	18
1.3	Os Investidores Anjos	19
1.4	A importância dos Investidores Anjos	21
1.5	Os Problemas Enfrentados Pelos Investidores Anjos	22
1.6	Estrutura da Dissertação	24
2	Caracterização do Problema	26
2.1	A Economia Empreendedora	26
2.2	A Importância dos Investidores Anjos	37
2.3	Os investidores anjos e a indústria de capital de risco	42
2.4	O Mercado de Capital de Risco	43
2.4.1	Os Estados Unidos	44
2.4.2	A América Latina	49
2.4.3	A Europa	52
2.5	O Capital Social	54
3	O Mercado Informal de Capital de Risco	56
3.1	Os Investidores Anjos	56
3.1.1	Classificação	57
3.1.2	Motivações	59
3.1.3	Envolvimento na empresa	61
3.1.4	Preferências de investimento	63
3.2	O processo de investimento	68
3.3	A taxa de retorno dos investimentos	70
3.4	Os Grupos de Anjos	71
3.4.1	Como os grupos operam	74
3.4.2	Os grupos nacionais	76
3.5	Os Investidores Anjos no Brasil	76
3.6	Os Problemas Enfrentados pelos Investidores Anjos	82
3.6.1	A Busca	84
3.6.2	A Avaliação	87

3.6.3	A Negociação	89
3.6.4	O Desenvolvimento do Negócio	90
3.6.5	A Saída do Investidor	92
3.6.6	Questões Legais, Políticas e Econômicas	92
4	Metodologia	95
4.1	Caracterização do Problema e Revisão da Literatura	95
4.2	Desenvolvimento da Pesquisa	96
4.3	O Questionário	96
4.4	Análise dos Dados	98
4.5	Resultados e Conclusões	99
4.6	Limitações da Pesquisa	99
5	Resultados	100
5.1	A Busca	102
5.2	A Avaliação	103
5.3	A Negociação	104
5.4	O Desenvolvimento do Negócio	107
5.5	A Saída do Investidor	109
5.6	Questões Legais, Políticas e Econômicas	111
6	Conclusões e Considerações Finais	113
7	Bibliografia	118
	ANEXO I – Questionário da pesquisa	124
	ANEXO II - Tabela de dados do questionário	140

Lista de Figuras

Figura 1 – Processo de crescimento das empresas e suas fontes de capital	19
Figura 2 – Crescimento da participação das pequenas empresas na produção de manufaturas	28
Figura 3 – Taxa de donos de negócios	28
Figura 4 – Número de empresas recebendo capital de risco	36
Figura 5 – Sistema de inovação	40
Figura 6 – Crescimento da indústria de capital de risco entre 1995 e 2000	45
Figura 7 – Retração na indústria de capital de risco	47
Figura 8 – Abismos de financiamento – <i>gaps</i> – e principais fontes de recursos atuantes nesses	47
Figura 9 – Porcentagem das ações sob propriedade dos três maiores acionistas de uma empresa	50
Figura 10 – Tempo necessário para abrir um novo negócio	50
Figura 11 – Custo de contratação e demissão de funcionários	51
Figura 12 – Percentual de novas empresas dinâmicas com participação de investidores informais	51
Figura 13 – Número de BANs na Europa entre 1998 e 2004	53
Figura 14 – Número de dias por mês dedicados pelos investidores anjos a cada empresa em que investem	62
Figura 15 – Formas com que os anjos mais contribuem para a empresa após o investimento	63
Figura 16 – Preferência dos investidores por investir em cada fase do processo de crescimento das empresas	64
Figura 17 – Interesse por indústria segundo investidores da Dinamarca	66
Figura 18 – Dados de retorno sobre investimento	70
Figura 19 – Crescimento das BANs na Europa	71
Figura 20 – Distribuição de propostas recebidas por anjo	78

Figura 21 – Número de propostas que seguem no processo de negociação	78
Figura 22 – Número de empresas que cada anjo investiu nos 12 meses antecedentes à pesquisa	79
Figura 23 – Número de empresas que cada anjo investiu antes dos 12 meses antecedentes à pesquisa	79
Figura 24 – Preferência por estágio do ciclo de crescimento das empresas	80
Figura 25 – Capital disponível e investido em empresas iniciantes	81
Figura 26 – Quantia máxima investida por empresa	81
Figura 27 – Percentual médio da carteira de investimento alocado pelos anjos em empresas iniciantes	82
Figura 28 – Fase de Busca por oportunidades de investimento	101
Figura 29 – Fase de Avaliação das oportunidades de investimento	101
Figura 30 – Fase de Negociação das oportunidades de investimento	101
Figura 31 – Fase de Desenvolvimento do Negócio investido	101
Figura 32 – Fase de Saída do investidor anjo	102
Figura 33 – Escala de importância atribuída pelo respondente às questões propostas para a fase de busca por novas oportunidades	102
Figura 34 – Alto custo para obtenção e valoração das informações necessárias à avaliação das oportunidades	103
Figura 35 – Tempo despendido na obtenção e valoração das informações necessárias à avaliação das oportunidades	104
Figura 36 – Ausência de pessoal especializado para ajudar na avaliação das oportunidades de negócios	104
Figura 37 – Possíveis divergências quanto ao preço que o investidor pagará por sua participação na empresa	105
Figura 38 – Possíveis divergências quanto à participação societária do investidor	105

Figura 39 – Possíveis divergências quanto à remuneração dos sócios	105
Figura 40 – Possíveis divergências quanto ao direito de informação por parte do investidor	105
Figura 41 – Possíveis divergências quanto ao direito de veto do investidor em áreas negociadas	106
Figura 42 – Possíveis divergências quanto à participação do investidor na gestão estratégica da empresa	106
Figura 43 – Possíveis divergências quanto à participação do investidor no dia-a-dia da empresa	106
Figura 44 – Possíveis divergências quanto à participação dos investidores na gestão financeira da empresa	106
Figura 45 – Possíveis divergências quanto à definição de uma estratégia de saída para o investidor	107
Figura 46 – Custos envolvidos no processo de negociação do investimento, incluindo-se os contratuais	107
Figura 47 – Problemas encontrados pelos investidores devido a limitações na capacidade gerencial dos empreendedores e sua equipe	108
Figura 48 – Ocorrência de conflitos de relacionamento entre investidores e empreendedores	108
Figura 49 – Limitação de tempo dos investidores para dedicarem-se aos negócios investidos	109
Figura 50 – Dificuldade de encontrar possíveis compradores para os negócios	109
Figura 51 – Dificuldade de captar mais recursos em novas rodadas de investimento	110
Figura 52 – Possíveis dificuldades para reformulação da estratégia de saída do investidor, quando necessário	110
Figura 53 – Possíveis conflitos entre investidores e empreendedores quanto ao momento de saída do investidor do negócio	110
Figura 54 – Possíveis conflitos entre os atuais investidores e os novos investidores, quando esses se fizerem necessários	110

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Alocação máxima de recursos por parte dos investidores anjos e investidores potenciais em negócios empreendedores	48
Tabela 2 – Motivos que levam o anjo a investir. Pesquisa realizada no Reino Unido	60
Tabela 3 – Motivos que levam o anjo a investir. Pesquisa realizada na Dinamarca	60
Tabela 4 – Interesse dos investidores por investir em cada uma das etapas de crescimento das empresas	65
Tabela 5 – Interesse por indústria segundo investidores anjos do Reino Unido	66
Tabela 6 – Fontes de propostas de investimento	78
Tabela 7 – Proporção máxima do <i>portifólio</i> que os investidores anjos gostariam de alocar em empresas não listadas	84
Tabela 8 – Influência de condições econômicas e políticas sobre a proporção de seus <i>portifólios</i> que os investidores anjos investem no mercado informal de capital de risco	94
Tabela 9 – Influência de condições econômicas e políticas sobre a proporção de seus <i>portifólios</i> que os investidores anjos investem no mercado informal de capital de risco	112

Lista de Quadros

Quadro 3 – Formas de financiamento das empresas ao longo do seu ciclo de crescimento	18
Quadro 1 – Diferenças entre a Economia Gerencial e a Economia Empreendedora	29
Quadro 2 – Número de redes de anjos por país na Europa	53
Quadro 4 – Importância das fontes de investimentos segundo os investidores anjos do Reino Unido	68
Quadro 5 – Ferramentas que as BANs podem oferecer aos investidores anjos e aos empreendedores	73
Quadro 6 – Preferência de investimento por setor industrial	80
Quadro 7 – Razões pelas quais os termos e condições de um investimento não foram acordados	90

Lista de Abreviaturas ou Siglas

ABVCAP	<i>Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital</i>
BAN	<i>Business Angel Network</i>
CNBV	<i>National Banking and Securities Commission</i>
EBAN	<i>European Business Angel Network</i>
EUA	Estados Unidos da América
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
IBAN	<i>Italian Business Angels Network</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
MAVA	<i>Mid-Atlantic Venture Association</i>
MIF	<i>Multilateral Investment Fund</i>
MIT	<i>Massachusetts Institute of Technology</i>
NBAN	<i>National Business Angel Network</i>
NEP	Núcleo de Estudos e Pesquisas
OED	<i>Ottawa Economic Development</i>
PME	Pequenas e Médias Empresas
PUC-Rio	Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
SV50	<i>Silicon Valley Fastest 50</i>