

5 Resultados

Semelhantemente à maioria das pesquisas realizadas com investidores anjos, e como já antecipado, a presente contou com um número pequeno de respondentes, o que inibe a aplicação de análises estatísticas. Por isso, os dados obtidos pela pesquisa são a seguir apresentados em forma de tabelas e gráficos devidamente comentados. As respostas do primeiro bloco de perguntas da primeira fase do questionário aplicado são apresentadas em forma de gráficos com valores percentuais em virtude do diferente número de respondentes entre as questões. Dessa forma, a comparação entre elas é facilitada. As demais respostas às questões acerca do processo de investimento, uma vez que todas as perguntas de uma mesma fase tiveram o mesmo número de respondentes, são apresentadas em forma de gráficos com valores absolutos.

Na primeira etapa, mais precisamente nas questões em que era solicitado aos respondentes que avaliassem a existência de problemas em cada uma das etapas do investimento anjo, pode-se observar uma maior ocorrência de problemas nas fases finais do investimento, ao contrário do observado na literatura, em que a fase mais citada como problemática é a de busca por novos investimentos.

Na pesquisa brasileira, dos 11 respondentes, na escala de problemas para as fases de negociação, desenvolvimento do negócio e saída do investidor, respectivamente dez, oito e cinco deles assinalaram grau 4 ou 5. Desconsiderando os que se abstiveram em cada etapa, eles representam respectivamente 91%, 89% e 71% dos respondentes. Já para as fases de busca e avaliação das oportunidades, nenhum respondente optou pela nota máxima de problemas para essas fases, tendo apenas 30% e 45%, respectivamente, lhes atribuído nota 4. Os gráficos com as distribuições percentuais de respondentes para cada uma das questões propostas podem ser observados da Figura 28 à Figura 32. Note-se, no canto superior direito de cada gráfico, que o número de respondentes varia de acordo com a questão em virtude da abstinência de alguns em responder acerca de determinadas fases do processo de investimento.

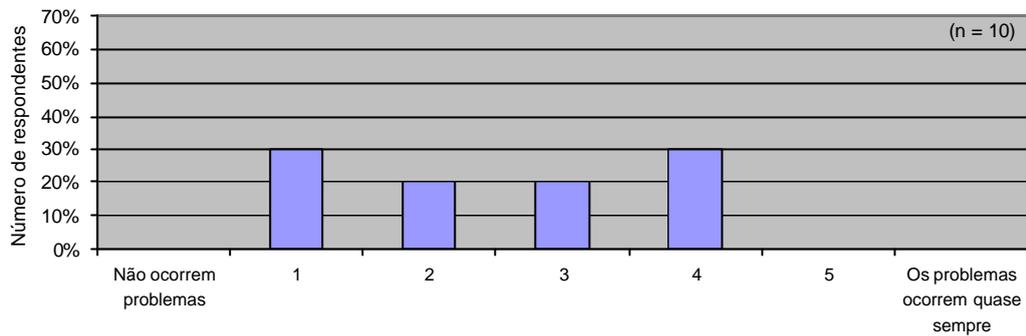


Figura 28 – Fase de **Busca** por oportunidades de investimento.

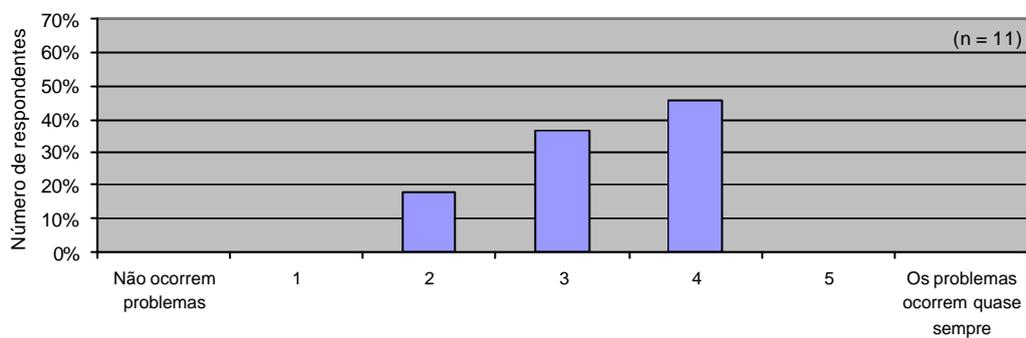


Figura 29 – Fase de **Avaliação** das oportunidades de investimento.

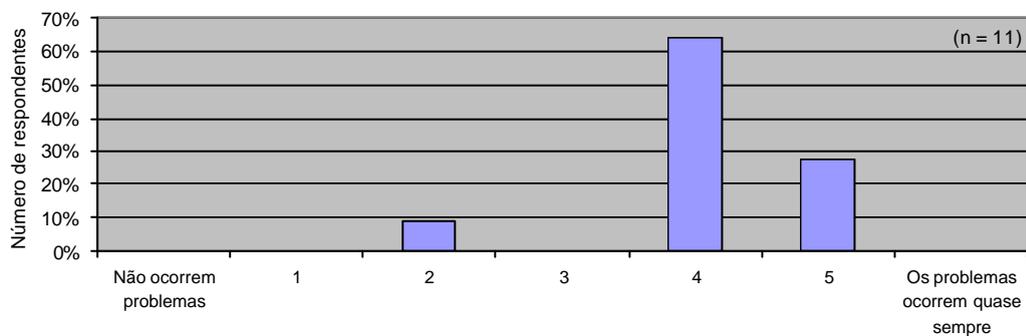


Figura 30 – Fase de **Negociação** das oportunidades de investimento.

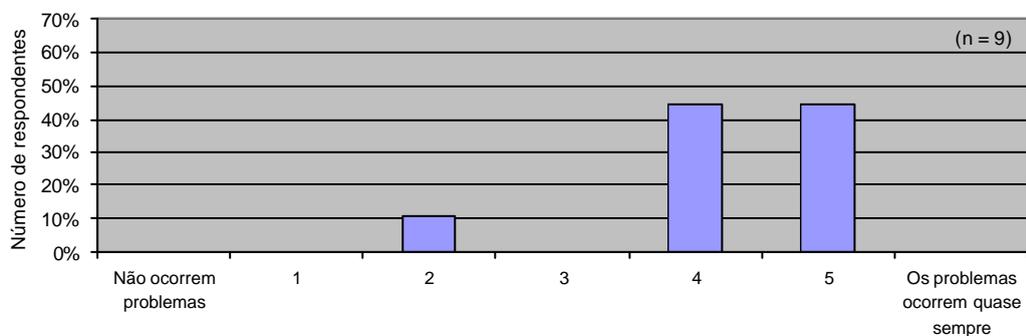


Figura 31 – Fase de **Desenvolvimento do Negócio** investido.

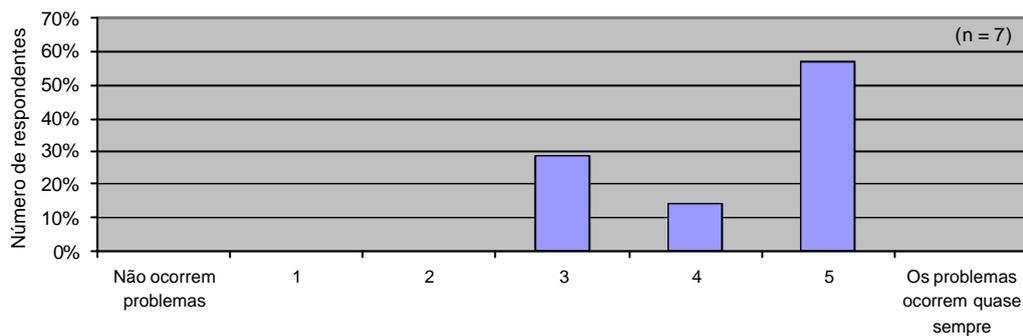


Figura 32 – Fase de **Saída** do investidor anjo.

Deixando para o final as perguntas relativas ao comportamento anjo frente a algumas variáveis econômicas e políticas, passa-se, em seguida, a tratar do detalhamento de cada uma das fases do processo de investimento.

5.1 A Busca

Segundo a pesquisa, a fase de busca por novas oportunidades de investimento, conforme já mencionado e na direção contrária dos resultados encontrados na literatura (Kuipers, 1998), é a menos propensa a problemas e teve apenas um respondente a detalhá-la. Esse julgou todas as opções apresentadas relevantes, atribuindo nota 4 para a falta de boas oportunidades para investir e para a qualidade dos planos de negócios, que são mal elaborados e com estimativas irreais. Também atribuiu a mesma nota à elaboração dos modelos de negócios, bem como à rejeição por parte dos empreendedores ao investimento anjo. A dificuldade em encontrar-se co-investidores foi julgada por esse respondente com grau 3. A Figura 33 ilustra a avaliação aqui descrita.

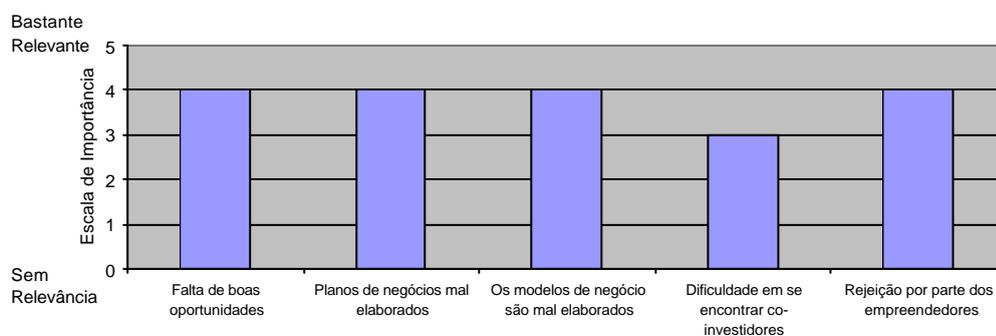


Figura 33 – Escala de importância atribuída pelo respondente às questões propostas para a fase de busca por novas oportunidades.

A comparação dessas respostas com a bibliografia não é simples. Apenas Mason & Harrison (2002), no que diz respeito à qualidade dos planos e modelos de negócios, apresentam esse como um ponto crítico indicado por 81% de sua amostra. As demais questões aparecem, mas não tão freqüentemente e sem dados numéricos.

Já quando perguntado sobre a causa da falta de oportunidades para investir, o respondente julgou que as oportunidades existem sim, mas que o mercado não está sendo capaz de promover o contato entre empreendedor e investidor. Esse resultado converge com o obtido por Wetzel (1986, 1987, *apud* Mason & Harrison, 2002).

5.2 A Avaliação

A fase seguinte, de avaliação das oportunidades de investimento, contou com o detalhamento de três respondentes, que julgaram o alto custo para obtenção e valoração das informações necessárias, bem como o elevado tempo despendido na obtenção e valoração dessas informações os principais problemas desta fase. A primeira questão recebeu uma nota 3 e duas notas 4, enquanto a segunda recebeu uma nota 2, uma nota 4 e uma nota 5.

A ausência de pessoal especializado para ajudar na avaliação das oportunidades de negócios não foi julgada pelos respondentes muito relevante, tendo uma nota 2, uma nota 3 e uma nota 4. Da Figura 34, à Figura 36, pode-se observar as distribuições das respostas para cada um dos possíveis problemas propostos. Esse resultado condiz com a freqüência que estes problemas são citados na literatura (Karaömerlioglu & Jacobsson, 2000; Bhidé, 2005).

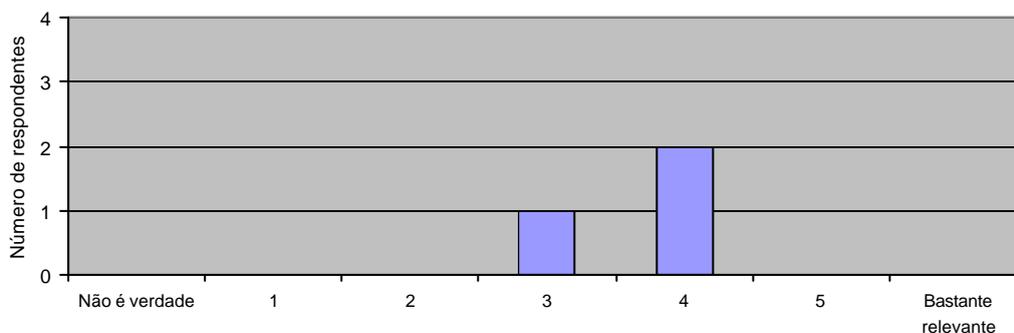


Figura 34 – Alto custo para obtenção e valoração das informações necessárias à avaliação das oportunidades.

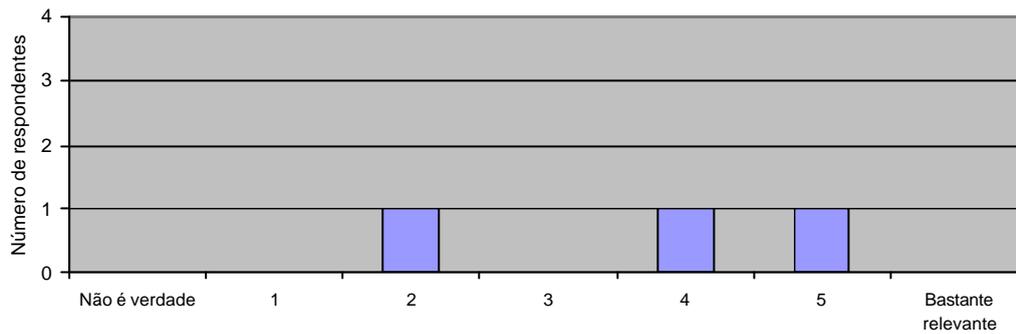


Figura 35 – Tempo despendido na obtenção e valoração das informações necessárias à avaliação das oportunidades.

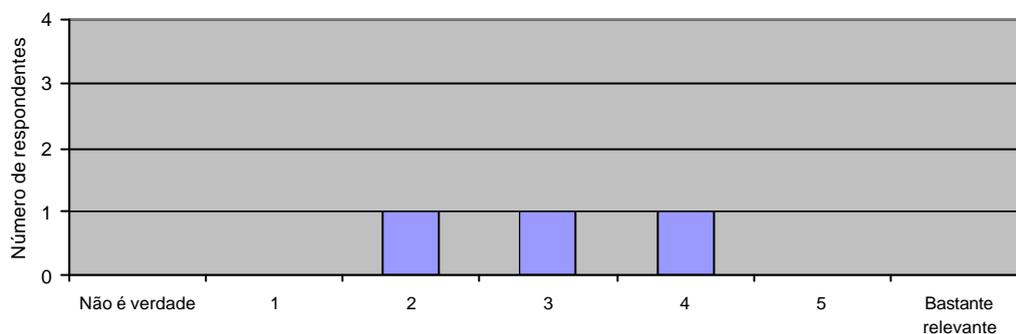


Figura 36 – Ausência de pessoal especializado para ajudar na avaliação das oportunidades de negócios.

5.3 A Negociação

Passando para a fase de negociação das oportunidades de investimento, detalhada por oito respondentes, os quatro pontos de maior discórdia entre investidores e empreendedores são: (1) o preço a ser pago pela empresa, que teve seis respondentes atribuindo nota 4 ou 5 e (2) a participação societária do investidor na empresa, (3) a remuneração dos sócios e (4) a definição de uma estratégia de saída para o investidor, que obtiveram cada uma cinco notas 4 ou 5. Da Figura 37 à Figura 46, pode-se observar as distribuições das respostas para cada um dos possíveis pontos de discórdia propostos, bem como em relação ao custo envolvido nessas transações, o que inclui a elaboração dos termos contratuais. Note-se que, dentre os pontos de discórdia, alguns se referem ao momento de pré-investimento e outros ao momento de pós-investimento. Todos devem, contudo, ser negociados sempre que possível nesta fase.

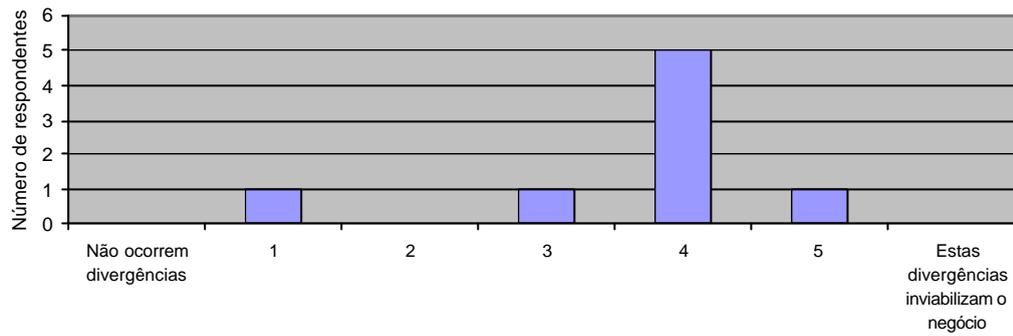


Figura 37 – Possíveis divergências quanto ao preço que o investidor pagará por sua participação na empresa.

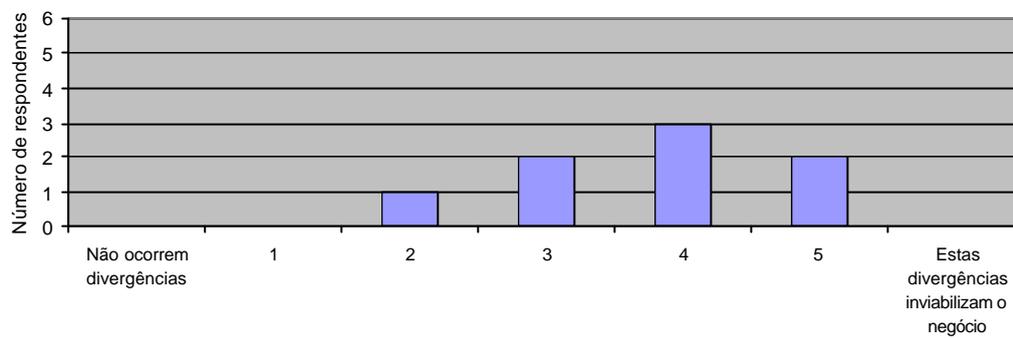


Figura 38 – Possíveis divergências quanto à participação societária do investidor.

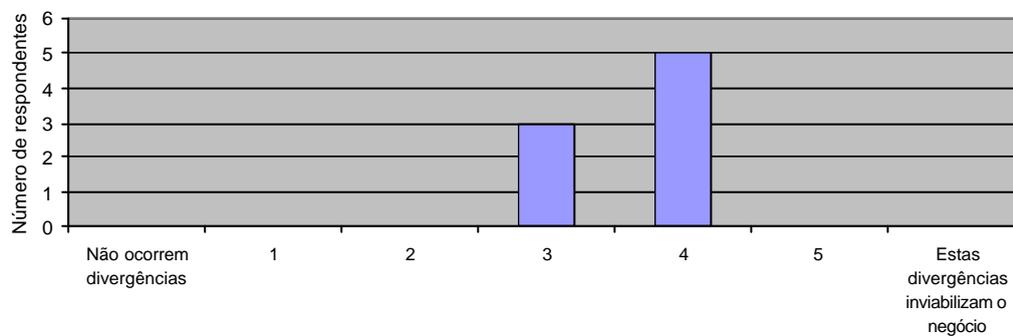


Figura 39 – Possíveis divergências quanto à remuneração dos sócios.

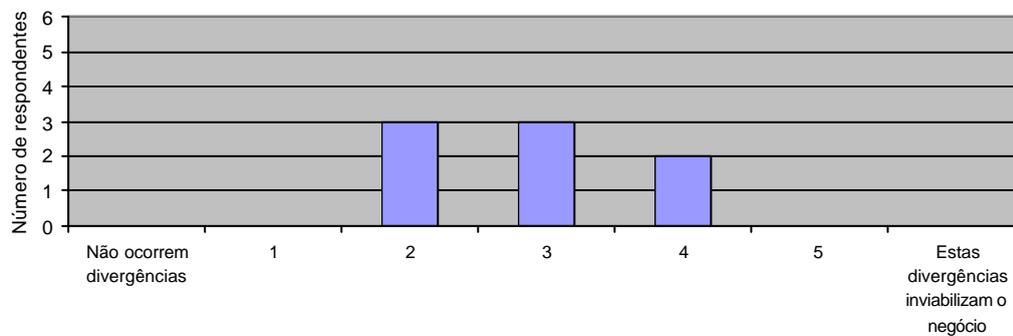


Figura 40 – Possíveis divergências quanto ao direito de informação por parte do investidor.

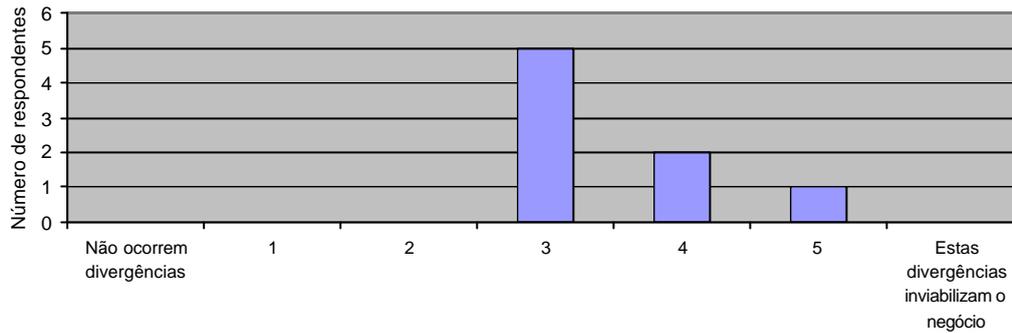


Figura 41 – Possíveis divergências quanto ao direito de veto do investidor em áreas negociadas.

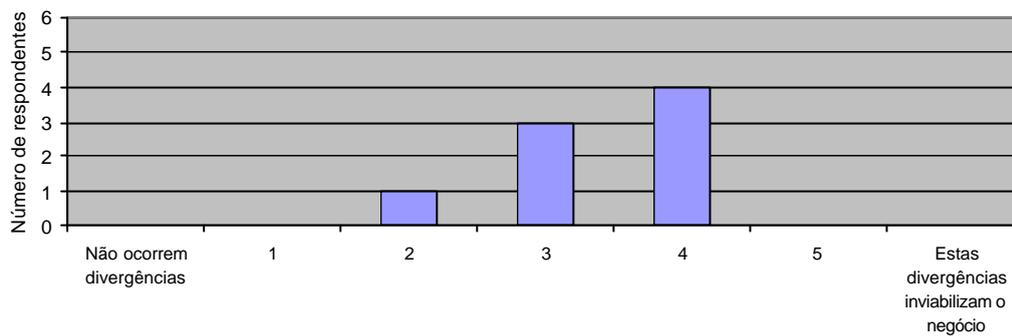


Figura 42 – Possíveis divergências quanto à participação do investidor na gestão estratégica da empresa.

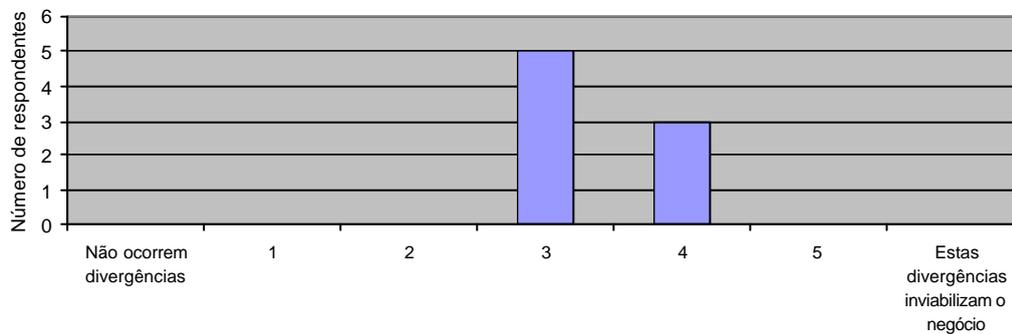


Figura 43 – Possíveis divergências quanto à participação do investidor no dia-a-dia da empresa.

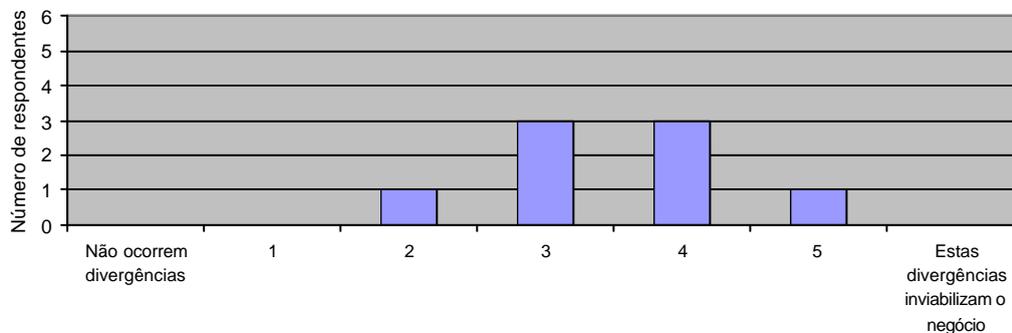


Figura 44 – Possíveis divergências quanto à participação dos investidores na gestão financeira da empresa.

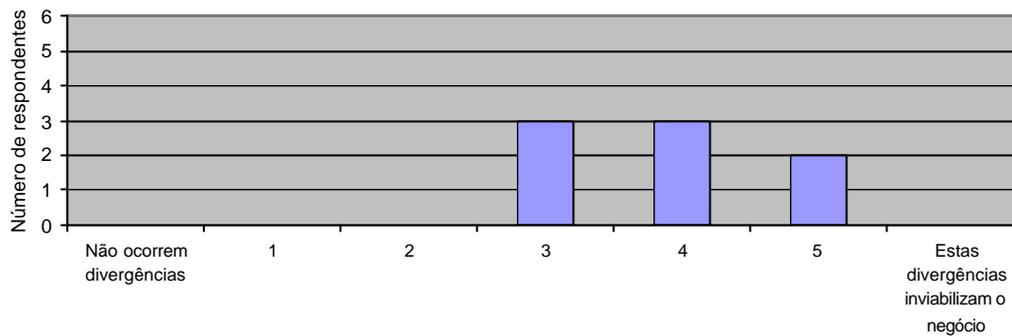


Figura 45 – Possíveis divergências quanto à definição de uma estratégia de saída para o investidor.

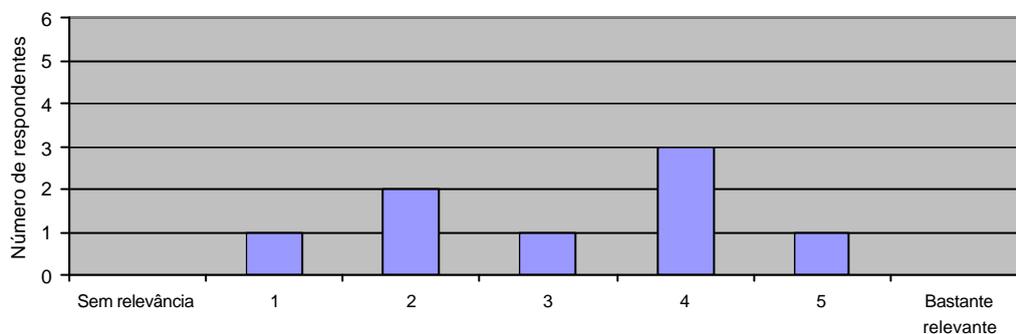


Figura 46 – Custos envolvidos no processo de negociação do investimento, incluindo-se os contratuais.

Dentre os quatro pontos de maior importância revelados nesta pesquisa, o preço a ser pago pela empresa e a definição da participação acionária do investidor nessa também aparecem na pesquisa de Mason & Harrison (2002). Na ordem de importância, os dois pontos que seguem a esses são: a participação do investidor na gestão da empresa e a participação do anjo no dia-a-dia da empresa. Para uma melhor compreensão e visualização dessa comparação entre essas duas pesquisas consulte o Quadro 7, localizado na página 90 desta dissertação.

Os custos envolvidos no processo de negociação do investimento dividiram a opinião dos investidores, tendo uma distribuição bastante dispersa. Contudo, nota-se uma leve tendência de maior relevância.

5.4 O Desenvolvimento do Negócio

Quanto à fase de desenvolvimento do negócio investido, foi solicitado aos investidores que avaliassem a ocorrência de problemas relacionados com (1) a

capacidade gerencial dos empreendedores e sua equipe, (2) a existência de conflitos de relacionamento com os empreendedores e (3) também quanto à limitação de tempo dos investidores para dedicarem-se aos negócios investidos. Os dois primeiros itens foram consideradas pelos respondentes como os mais relevantes, tendo o primeiro recebido duas notas 4 e duas notas 5, e o segundo três notas 5. Já a última recebeu uma nota 3, duas 4 e uma 5. As distribuições das respostas para cada uma dessas questões podem ser observadas da Figura 47 à Figura 49.

Esse resultado condiz com a literatura, que cita também os dois primeiros como os principais problemas desta etapa (Kuipers, 1998; Mason & Harrison, 2002). Segundo a literatura pesquisada, apenas os anjos mais experientes, e com maior fluxo de negócios, sofrem alguma limitação no tempo para dedicarem-se a esses problemas.

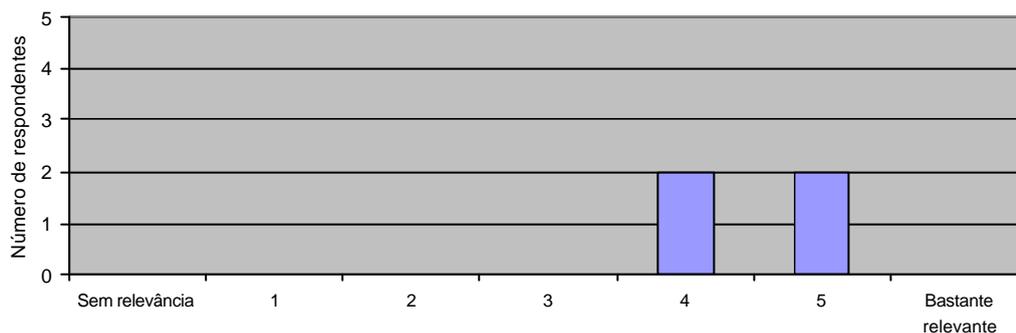


Figura 47 – Problemas encontrados pelos investidores devido a limitações na capacidade gerencial dos empreendedores e sua equipe.

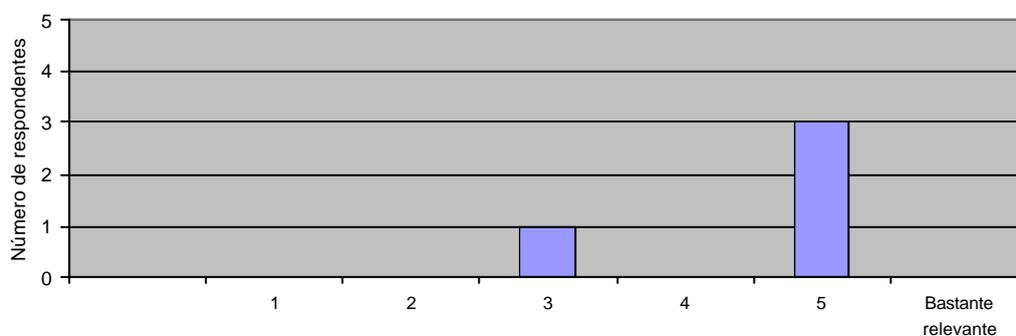


Figura 48 – Ocorrência de conflitos de relacionamento entre investidores e empreendedores.

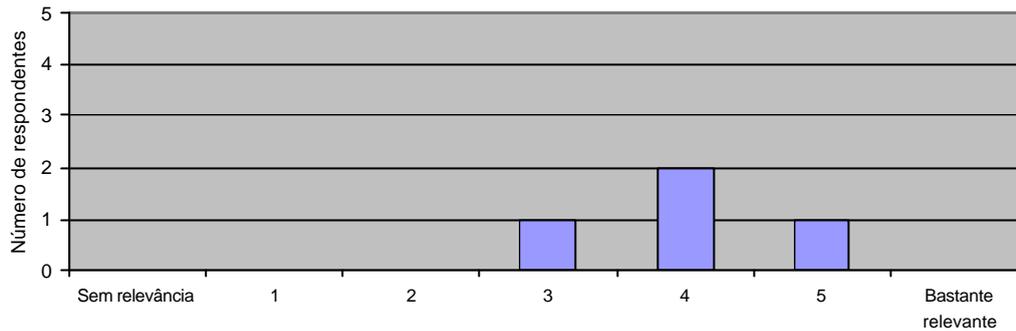


Figura 49 – Limitação de tempo dos investidores para dedicarem-se aos negócios investidos.

5.5 A Saída do Investidor

Na última fase do processo de investimento, a saída do investidor, detalhada por quatro respondentes, evidenciou-se uma maior preocupação desses em encontrar possíveis compradores para seus negócios, bem como novos investidores, quando necessário. Essas questões tiveram em sua totalidade respostas nota 5, ou seja, nota máxima. A reformulação da estratégia de saída e conflitos quanto ao momento da saída, bem como conflitos entre os atuais investidores e possíveis novos investidores não despertam a mesma preocupação que os dois primeiros. Da Figura 50 à Figura 54 pode-se observar a distribuição de respostas para todos os problemas propostos para esta fase do processo de investimento.

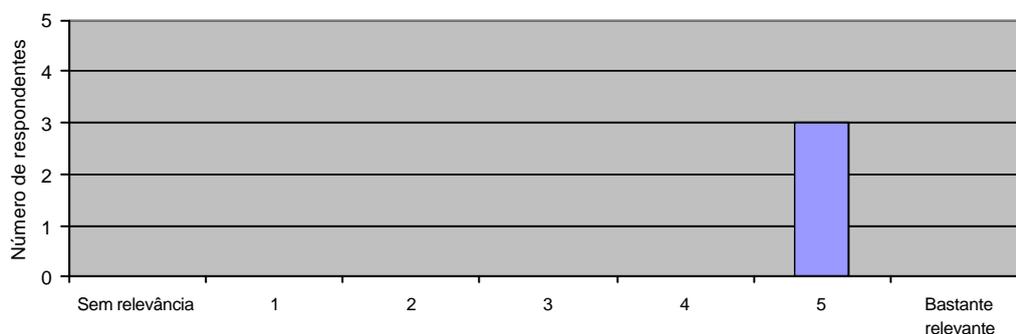


Figura 50 – Dificuldade de encontrar possíveis compradores para os negócios.

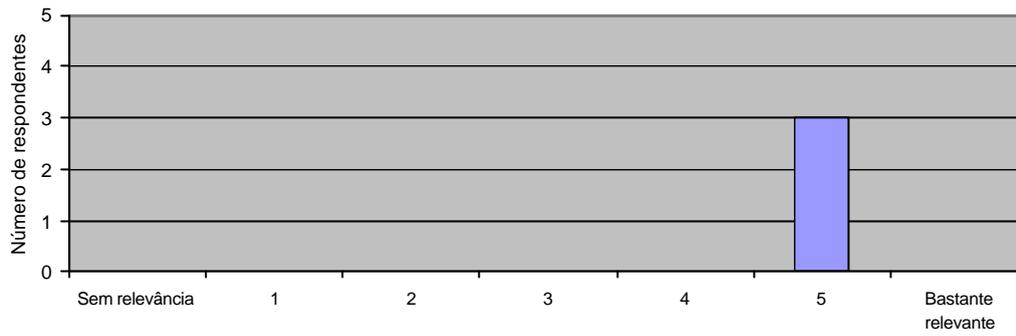


Figura 51 – Dificuldade de captar mais recursos em novas rodadas de investimento.

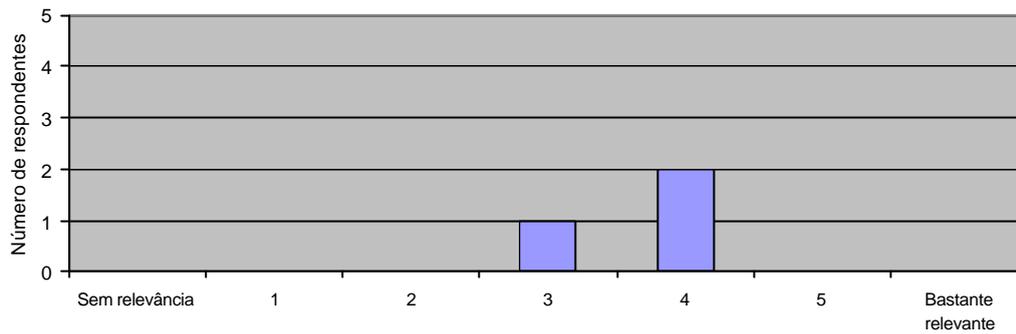


Figura 52 – Possíveis dificuldades para reformulação da estratégia de saída do investidor, quando necessário.

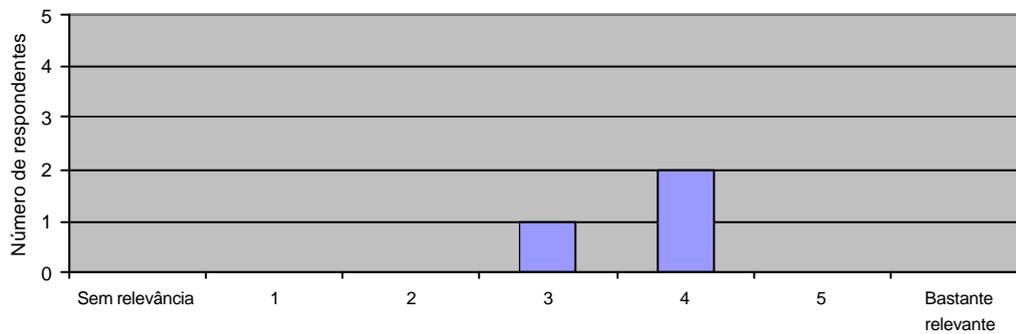


Figura 53 – Possíveis conflitos entre investidores e empreendedores quanto ao momento de saída do investidor do negócio.

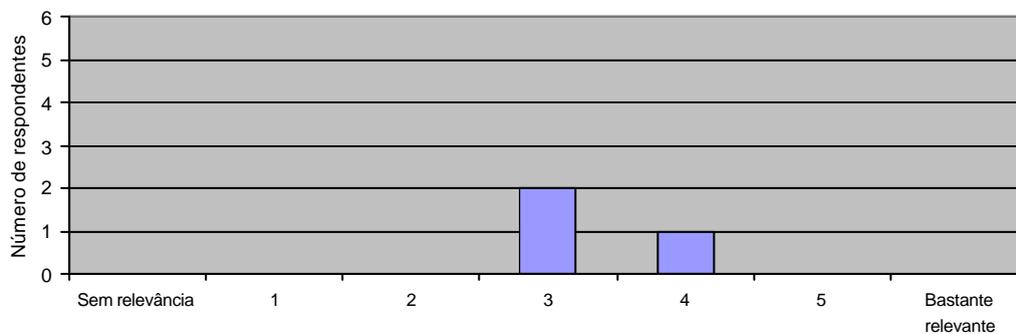


Figura 54 – Possíveis conflitos entre os atuais investidores e os novos investidores, quando esses se fizerem necessários.

Nesta fase, conforme explicado no parágrafo anterior, os principais problemas não coincidem com os citados na literatura. De acordo com Kjærgaard *et al.* (2002), os principais problemas ocorrem com relação aos conflitos de interesses entre os investidores, empreendedores e gerentes das empresas. Aqui, uma questão importante citada nessa literatura é o tema da diluição. Embora não abordada diretamente nesta pesquisa, a diluição resulta em conflitos entre os investidores atuais e aqueles que atuam nas rodadas seguintes de financiamento. Esse último ponto acerca dos conflitos, que sim foi objeto desta pesquisa, tampouco foi considerado de grande importância pelos respondentes.

5.6 Questões Legais, Políticas e Econômicas

Retornando, por fim, às variáveis econômicas e políticas da primeira etapa do questionário, na qual se perguntava aos investidores de que forma essas variáveis afetariam suas decisões de investimento, pode-se observar que as duas que mais os encorajam neste tipo de investimento são: (1) a aceleração do crescimento econômico e (2) incentivos no imposto de renda sobre ganhos desta natureza. Esse resultado condiz com o comportamento dos anjos avaliados na pesquisa realizada por Mason & Harrison (2002), na qual as duas variáveis mais importantes também são as mesmas, apenas em ordem inversa.

Já as principais variáveis que desencorajam os investidores anjos a fazerem novos investimentos são: (1) o crescimento na taxa de juros e (2) a presença de elevada inflação. Nesse aspecto, a pesquisa de Mason & Harrison (2002) condiz com a presente no que diz respeito ao crescimento na taxa de juros, mas coloca à frente dessa a existência de altas taxas sobre ganhos de capital.

A Tabela 9 ilustra os resultados desta pesquisa para todas as variáveis propostas, indicando em negrito aquelas que encorajam ou desencorajam os investidores em maior ou menor escala, bem como aquelas que são indiferentes ao comportamento do anjo. Os dados da pesquisa de Mason & Harrison (2002) estão disponíveis na Tabela 8, localizada na página 94 desta dissertação.

Tabela 9 – Influência de condições econômicas e políticas sobre a proporção de seus *portifólios* que os investidores anjos investem no mercado informal de capital de risco.

Condição econômica	Desencorajando o investimento		Sem influência sobre o investimento	Encorajando o investimento	
	Muito	Pouco		Pouco	Muito
Crescimento da taxa de juros	64%	27%	9%	0%	0%
Estabilidade ou queda da taxa de juros	18%	0%	9%	18%	55%
Crescimento do mercado de ações	9%	27%	27%	9%	27%
Estabilidade ou queda do mercado de ações	0%	18%	36%	36%	9%
Alta inflação	45%	18%	36%	0%	0%
Baixa inflação	9%	0%	27%	18%	45%
Altas taxas sobre ganho de capital	55%	9%	18%	0%	18%
Baixas taxas sobre ganho de capital	30%	10%	0%	20%	40%
Valorização do mercado imobiliário acima da inflação	0%	27%	73%	0%	0%
Estabilidade ou queda do mercado imobiliário	0%	0%	82%	18%	0%
Aceleração do crescimento econômico	0%	0%	0%	36%	64%
Desaceleração ou estabilidade no crescimento econômico	36%	45%	0%	9%	9%
Altas taxas sobre dividendos	18%	9%	45%	9%	18%
Baixas taxas sobre dividendos	18%	18%	27%	27%	9%
Incentivos no imposto de renda sobre ganhos oriundos de investimentos em empresas não listadas na bolsa	0%	0%	9%	27%	64%
Aumento do fluxo de comércio internacional	0%	0%	45%	27%	27%
Maior agilidade no marco regulatório da propriedade intelectual	9%	9%	18%	45%	18%

Do ponto de vista político, esta parte do questionário revelou ainda que uma maior agilidade no registro da propriedade intelectual encorajaria os investimentos segundo 63% dos investidores entrevistados. As questões tributárias despertaram sim a atenção dos investidores, mas em menor escala se comparado com o mercado internacional. Nesse sentido, altas taxas podem desencorajar os investimentos.