

2 Caracterização do Problema

2.1 A Economia Empreendedora

Durante os primeiros três quartos do século XX, os altos custos das transações favoreciam as relações intra-organizacionais. Grandes empresas, altamente hierarquizadas, baseavam-se no modelo da Produção em Massa e exerciam individualmente grande poder sobre o mercado.

As PME, por sua vez, restringiam-se aos pequenos nichos de mercado não atrativos às grandes corporações. Desta forma, a atividade empreendedora, ou seja, a criação de novas empresas, não era uma prática comum e muito menos valorizada.

Audretsch & Thurik (2001) descrevem as pequenas empresas, de acordo com a visão da época, como sendo produtivamente ineficientes, sem envolvimento nas atividades inovadoras, com baixa remuneração aos funcionários e sem importância tanto na economia norte americana quanto na européia.

Neste modelo econômico, academicamente denominado de *Economia Gerencial*, o capital e o trabalho eram os principais meios de produção. As tarefas desenvolvidas eram rotineiras e o funcionário ideal era aquele que as executasse da forma mais eficiente, sem questioná-las. O segredo do sucesso era a economia de escala gerada pela fabricação de grandes quantidades de produtos padronizados.

“Do ponto de vista político a principal questão era: como a sociedade poderia aproveitar os benefícios das grandes corporações oligopolistas e ao mesmo tempo evitar, ou ao menos minimizar, os custos impostos pela concentração econômica de poder?” (Audretsch & Thurik, 2001, p.268).

A realidade era de uma implícita democracia, no qual diante da importância das grandes empresas para as economias nacionais, restava aos governos a utilização de medidas constrangedoras ao abuso de poder dessas empresas (Williamson, 1968, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

No final do século, porém, mais precisamente no último quarto, o fenômeno da globalização começou a atacar os fundamentos do modelo acima citado. O *Sistema Fordista*, como também ficou conhecida a Produção em Massa, enfraqueceu-se diante do *Toyotismo*. Também conhecido por Especialização Flexível, este último evidenciou uma desverticalização das empresas em destaque, que passaram a concentrar suas atividades de acordo com suas competências específicas e com sua importância estratégica.

Neste novo contexto, as PME assumiram um importante papel de apoio às empresas líderes. Havia uma forte interação na cadeia produtiva. As tarefas de fornecimento de insumos, logística e representação comercial eram comumente terceirizadas.

Loveman & Sengenberger (1991); Acs & Audretsch (1993) *apud* Audretsch & Thurik (2001), desenvolveram um trabalho sistemático que evidenciou o crescimento na importância das pequenas empresas e também do empreendedorismo desde meados da década de 70 em quase todos os países europeus e na América do Norte. Nos Estados Unidos, a participação média por firma no produto interno bruto, que havia crescido dois terços entre 1947 e 1989, de \$150.000 para \$245.000, reverteu a tendência nos sete anos seguintes chegando 14% abaixo, ou seja, \$210.000 em 1996 (Brock & Evans, 1989, *apud* Audretsch, & Thurik, 2001). Outra evidência foi um crescimento na participação das PME na produção de itens manufaturados deste país, de um quinto para mais de um quarto (Acs & Audretsch, 1993, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

Na Europa, por sua vez, vários países também apresentaram evidências deste gênero. A participação das pequenas empresas na produção de produtos manufaturados cresceu nos Países Baixos de 68,3%, em 1978, para 71,8%, em 1996; no Reino Unido de 30,1%, em 1979, para 39,9%, em 1986; na Alemanha Ocidental de 54,8%, em 1970, para 57,9%, em 1987; e no norte da Itália de 44,3%, em 1981, para 55,2%, em 1987 (Acs & Audretsch, 1993, *apud* Audretsch & Thurik, 2004). A Figura 2 ilustra esses dados. Ao mesmo tempo, a taxa de proprietários de negócios, ou seja, a relação entre donos e empregados, sofreu um aumento em diversos países. No Reino Unido, passou de 8,1%, em 1984, para 10,4%, em 1988 (Verheul *et al.*, 2002, *apud* Audretsch & Thurik, 2001). André van Stel (2003) analisou a taxa acima mencionada para mais 23 países, além do Reino Unido, entre os anos de 1972 e 2000. Neste trabalho, encontrou apenas sete

países nos quais as taxas de proprietários de negócios diminuíram. A Figura 3 ilustra os dados obtidos para os outros 17 países.

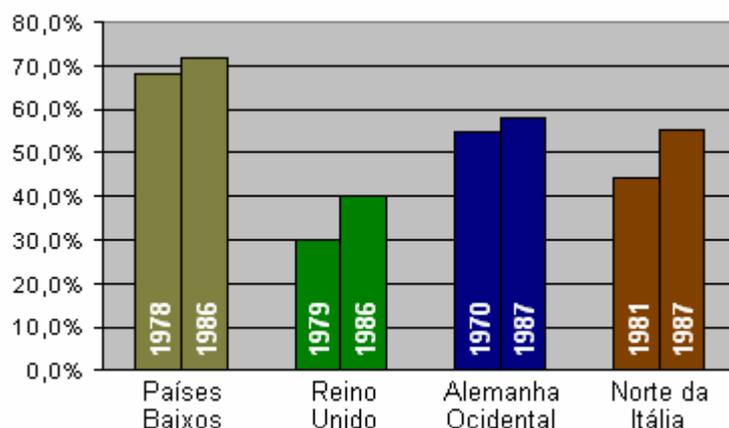


Figura 2 – Crescimento da participação das pequenas empresas na produção de manufaturas (Fonte: Audretsch & Thurik, 2004, p.4).

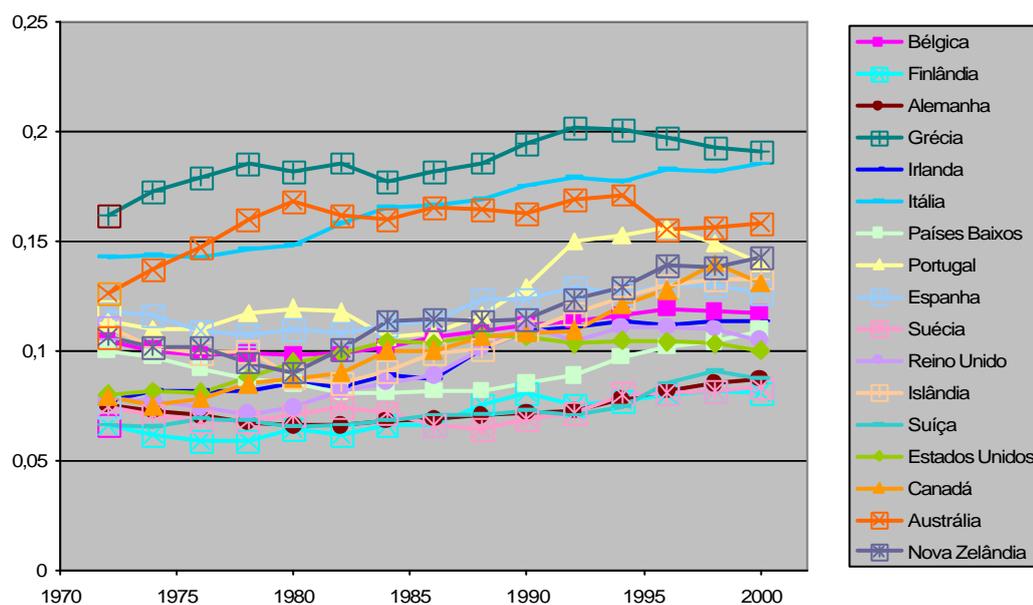


Figura 3 – Taxa de donos de negócios (Fonte: van Stel, 2003, p.52).

Paralelamente a estas mudanças, havia também uma revolução tecnológica que impunha um ambiente a cada dia mais dinâmico. O advento da tecnologia da informação baixou os custos não só da comunicação, mas também das remessas internacionais de capital. Tarefas rotineiras eram agora facilmente transferidas pelas grandes empresas para locais com menor custo de mão-de-obra. A

manutenção de empregos, também ameaçada pela automação industrial, tornara-se um forte desafio às sociedades.

“Em 1999 mais de 10% da mão-de-obra europeia encontrava-se desempregada” (Audretsch & Thurik, 2001, p.267).

Estas mudanças no mercado de trabalho foram as primeiras evidências de um novo sistema econômico. Divergências entre países que seguiram caminhos distintos chamaram atenção para o fato que aqueles que adotaram mais rapidamente o novo modelo, como os Países Baixos, a Dinamarca e o Reino Unido, mostraram uma maior capacidade de geração de empregos do que os países que insistiram no modelo anterior, como a Alemanha, ou ainda os que tentaram readaptá-lo, a exemplo da França. (Nickel, 1977, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

A *Economia Empreendedora*, como ficou conhecida esta nova política econômica, possui como diferencial o fato de incorporar o conhecimento como um importante fator de produção. Por este motivo, possui um caráter local e tem se mostrado uma alternativa de atuação para aqueles que enfrentam a realidade de um mundo turbulento, motivo esse que despertou o interesse da academia.

Categoria	<i>Economia Empreendedora</i>	<i>Economia Gerencial</i>
Forças fundamentais	Localização Mudança Empregos e altos salários	Globalização Continuidade Empregos ou altos salários
Ambiente externo	Turbulência Diversidade Heterogeneidade	Estabilidade Especialização Homogeneidade
Como as firmas funcionam	Motivação Trocas de mercado Competição e cooperação Flexibilidade	Controle Produção interna Competição ou cooperação Economia de escala
Políticas governamentais	Incentivar Focar as entradas Políticas locais Capital de risco	Constranger Focar as saídas Políticas nacionais Financiamento convencional

Quadro 2 – Diferenças entre a *Economia Gerencial* e a *Economia Empreendedora*. (Audretsch & Thurik, 2004, p.13).

Audretsch & Thurik (2001), em seu trabalho “What’s New About the New Economy? Sources of growth in the Managed and Entrepreneurial Economies”,

um dos primeiros trabalhos sobre o assunto, traçaram um paralelo entre a *Economia Empreendedora* e sua antecessora, a *Economia Gerencial*. Foram discutidas as diferenças entre os dois modelos de 14 diferentes perspectivas, subdivididas em quatro categorias: forças fundamentais, ambiente externo, como as firmas funcionam e políticas governamentais. Essas encontram-se no Quadro 2, acima, e são descritas a seguir.

As três primeiras perspectivas, localização *vs.* globalização, mudança *vs.* continuidade e emprego e altos salários *vs.* empregos ou altos salários, enquadram-se na primeira categoria: a das forças fundamentais.

Localização *vs.* globalização: a *Economia Gerencial*, conforme citado acima, é fortemente baseada no capital e na força de trabalho como insumos da cadeia produtiva. Esta característica, embora a tornasse geograficamente dependente do mercado consumidor no passado, deixou de ser relevante com a globalização. O decréscimo nos custos da tecnologia de informação e das remessas internacionais tanto de capital quanto de mercadorias fez com que o fator “localização” não mais tivesse importância neste novo contexto. A *Economia Empreendedora*, baseada fortemente no conhecimento e extremamente dependente da qualificação profissional e do intercâmbio de informações entre as pessoas e instituições, possui conseqüentemente uma maior dependência da localização geográfica.

O conhecimento, em especial o conhecimento tácito, possui um alto custo de transmissão, ao contrário do que ocorre com a informação (Audretsch & Thurik, 2001). Von Hippel (1994, *apud* Audretsch & Thurik, 2001) demonstrou que o conhecimento, em especial o conhecimento imaturo, é mais bem transmitido pelo contato direto.

Na *Economia Empreendedora*, a proximidade é importante porque permite que o conhecimento se espalhe entre as pessoas e empresas. O conhecimento gerado em uma determinada área difunde-se para outras gerando um crescimento em ambas as áreas (Arrow, 1962, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

Mudança *vs.* continuidade: A *Economia Gerencial*, fortemente dependente da produção elevada de produtos padronizados, caracterizava-se pela continuidade dos produtos e dos meios de produção. O ciclo de vida de um produto era longo e as mudanças nele introduzidas eram incrementais. Na *Economia Empreendedora*,

por sua vez, o mercado passou a exigir uma maior variação na oferta de produtos. Assim, novos produtos são criados mais constantemente e sua vida útil diminui.

Neste contexto, é importante diferenciar as inovações incrementais das inovações radicais. As primeiras, comuns no primeiro modelo econômico, são aquelas consideradas compatíveis com a trajetória tecnológica da firma. “A inovação é reduzida à rotina” (Audretsch & Thurik, 2001). Já as últimas, comuns ao modelo econômico seguinte, rompem a referida barreira tecnológica (Audretsch & Thurik, 2004). A decisão de quais idéias são ou não viáveis sai do ambiente hierarquizado das grandes organizações e passa ao mercado (Audretsch & Thurik, 2001).

É importante lembrar que, embora pequenas empresas também estejam comumente atreladas às suas trajetórias tecnológicas, fazendo também na maioria das vezes inovações incrementais, é a atividade empreendedora, pela criação de novas empresas, que propicia à indústria como um todo uma inovação radical constante (Audretsch & Thurik, 2001).

Emprego e altos salários vs. empregos ou altos salários: na *Economia Gerencial*, a manutenção dos empregos era conseguida ao custo de baixos salários. Já a *Economia Empreendedora* mostrou-se capaz de manter os empregos sem a necessidade de redução salarial. Ao mesmo tempo, nesta economia, baixos salários não é sinônimo de muitos empregos (Audretsch & Thurik, 2004).

Com esta característica, a *Economia Empreendedora* mostrou-se eficaz na criação de novos empregos para compensar aqueles perdidos pela fuga de vagas causada com a globalização da produção das grandes empresas. Por exemplo, entre 1987 e 1992, as pequenas empresas foram responsáveis pela criação de 5,8 milhões de novos empregos nos EUA. No mesmo período, as grandes empresas reduziram a mão-de-obra em 2,3 milhões de trabalhadores (Audretsch & Thurik, 2001).

Konings (1995, *apud* Audretsch & Thurik, 2001) mostrou que, no Reino Unido, havia uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a criação de empregos e, ao mesmo tempo, uma relação positiva entre o tamanho das firmas e a diminuição dos postos de trabalho.

Por conseguinte, os dois modelos também diferem no que diz respeito ao ambiente externo às empresas. Neste sentido, fazem-se relevantes a turbulência *vs.*

estabilidade, a diversidade vs. especialização e a heterogeneidade vs. homogeneidade.

Turbulência vs. estabilidade: a *Economia Gerencial*, pela sua baixa flexibilidade, é mais apropriada aos ambientes estáveis. Sua sucessora, em contrapartida, encontra-se mais bem adaptada aos ambientes turbulentos, em que a flexibilidade é uma característica imprescindível às organizações.

Na *Economia Empreendedora*, milhares de novas empresas são criadas todos os anos, sobrevivendo, contudo, apenas uma pequena fração dessas (Audretsch & Thurik, 2004).

Uma evidencia deste turbilhão empreendedor do novo modelo econômico é a taxa com que, em tempos modernos, novas empresas entram e saem da lista “*Fortune 500*”². Durante as décadas de 50 e 60, foram necessários vinte anos para que um terço desta lista fosse substituída. Nos anos 70, esta substituição levou apenas 10 anos. Na década seguinte, ocorreu em apenas 5 anos. Talvez mais expressivo seja o fato de que, na década de 90 eram criadas a cada ano 1,3 milhões de novas empresas nos EUA (Audretsch, 1995, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

Diversidade vs. especialização: enquanto a eficiência da *Economia Gerencial* está calcada na especialização das indústrias, o que baixa os custos de transações, a *Economia Empreendedora* possui na diversidade a maior força da sua eficiência. Em um ambiente com uma grande variedade de empresas, o intercâmbio de conhecimento torna-se mais capaz de gerar inovações radicais. (Audretsch & Thurik, 2001).

De acordo com Jacobs (1969, *apud* Audretsch & Thurik, 2001), a variedade industrial em uma região produz externalidades do conhecimento e é uma fonte importante para o crescimento econômico.

Esta teoria é suportada por evidências que mediram o impacto da diversidade vs. especialização tanto em relação ao crescimento quanto em relação à atividade inovadora (Glaeser *et al.*, 1992, *apud* Audretsch & Thurik, 2001; Feldman & Audretsch, 1999, *apud* Audretsch & Thurik, 2001).

² A lista “*Fortune 500*” é uma lista publicada pela revista americana *Fortune* que lista as 500 maiores empresas norte americanas.

Heterogeneidade vs. homogeneidade: enquanto a diversidade vs. especialidade referem-se às firmas, heterogeneidade vs. homogeneidade refere-se às pessoas. Analiticamente, então, fica fácil compreender que em um ambiente homogêneo, embora os custos referentes à transmissão do conhecimento sejam menores, pois as pessoas se entendem com maior facilidade, o aproveitamento do conhecimento será restrito. Por outro lado, ao mesmo tempo em que a heterogeneidade dificulta a comunicação, ela aumenta a probabilidade do intercâmbio de conhecimento gerar uma inovação radical (Audretsch & Thurik, 2004).

Pessoas que pensam diferentemente aproveitam o mesmo conhecimento de maneiras diferentes. Em linguagem bastante popular seria, equivalente dizer que duas cabeças pensam melhor do que uma.

As últimas três diferenças citadas, conforme se pode notar, estão correlacionadas. É de se esperar que pessoas heterogêneas conduzam a um ambiente diversificado e turbulento. Ao mesmo tempo, o contrário também é verdade.

Encerradas as diferenças ambientais, as três seguintes referem-se à forma como as empresas funcionam. São elas: motivação vs. controle, trocas de mercado vs. produção interna, competição e cooperação vs. competição ou cooperação e flexibilidade vs. economia de escala.

Motivação vs. controle: na *Economia Gerencial*, a atividade de pensar não era requerida do trabalhador, tornando-o um acessório à máquina e facilmente substituível. As tarefas simples propiciavam este comportamento das grandes indústrias. Na *Economia Empreendedora*, com a valorização do conhecimento, o ato de pensar passou a ser um importante atributo do funcionário. Desta forma, a empresa adquire competitividade.

Esta diferença na característica do funcionário ideal fez com que o tratamento dado aos funcionários pelas empresas também fosse diferente. Na primeira, o controle de metas e tarefas era suficiente para manter a produtividade. Funcionário ineficiente era dispensado e facilmente substituído. Em sua sucessora, o conhecimento das organizações encontra-se diretamente ligado aos funcionários. Bons funcionários passam a ser aqueles que têm idéias e assumem para si uma co-responsabilidade pelo trabalho a ser realizado. Desta maneira, a motivação é a

melhor maneira de as empresas manterem consigo os bons funcionários e também ajudá-los a assumir a postura acima descrita.

Trocas de mercado vs. produção interna: em um mercado estável, a previsibilidade e a homogeneidade existentes justificam a verticalização das empresas, que, suportadas pela elevada demanda de produtos padronizados, internalizam os processos de produção o máximo possível. Por outro lado, em um ambiente turbulento, a grande variedade de produtos demandados, que baixa o volume produzido de cada produto, aliada às variações de demanda, exige das indústrias uma flexibilidade que acaba por provocar uma desverticalização no processo produtivo. As empresas concentram-se em suas competências específicas e passam a terceirizar as demais etapas da produção e apoio. Consequentemente, pelo descrito acima, pode-se concluir que a *Economia Gerencial* favorece a produção interna enquanto a *Economia Empreendedora* propiciará as trocas de mercado entre empresas.

Competição e cooperação vs. competição ou cooperação: na *Economia Gerencial*, a grande verticalização das empresas não permitia que houvesse muita cooperação entre as elas. Empresas semelhantes competiam entre si para conquistarem a maior fatia possível do mercado. A cooperação somente era freqüente entre empresas não concorrentes. Já na *Economia Empreendedora*, o menor porte das empresas tornou a cooperação uma questão de sobrevivência. Pequenas empresas, inseridas em um ambiente turbulento e globalizado, precisam se unir para ganharem flexibilidade e expandirem seus mercados.

Saxenian (1990, *apud* Audretsch & Thurik, 2001), em um estudo sobre o Vale do Silício, enfatizou a cooperação entre indivíduos e firmas como uma importante forma de transmissão do conhecimento. A simples existência de uma indústria diversificada, pessoas heterogêneas e instituições de apoio não é suficiente para o máximo aproveitamento da *Economia Empreendedora*. É necessário que a cooperação entre estes agentes exista. É esta característica que torna o Vale do Silício um local de destaque no mundo inteiro.

Flexibilidade vs. economia de escala: conforme evidenciado na descrição das diferenças acima, a economia de escala é uma característica da *Economia Gerencial*, em que a eficiência caracterizava-se pela produção elevada de poucos produtos. Na *Economia Empreendedora*, a baixa demanda individual de cada produto não mais justificava os métodos de produção anteriores. Tendo de atender

a variados nichos com gostos distintos, as indústrias necessitavam de maior flexibilidade.

Por último, então, encontram-se as diferenças relativas às políticas governamentais mais importantes para cada um dos dois modelos econômicos. As posturas públicas devem avaliar os custos e os benefícios entre: incentivar *vs.* constranger, focar as entradas *vs.* focar as saídas, políticas locais *vs.* políticas nacionais, capital de risco *vs.* financiamento convencional.

Incentivar *vs.* constranger: na *Economia Gerencial*, o crescimento econômico dos países estava fortemente dependente das grandes corporações. Desta forma, o governo necessitava de medidas que constrangessem o poder econômico destas empresas contra possíveis abusos. Na *Economia Empreendedora*, com a maior importância das pequenas empresas para o crescimento, o governo não mais precisava constranger o poder dessas, já que este papel agora estava a cargo da concorrência entre elas. Por outro lado, dada a força gerada pela atividade empreendedora, o governo agora passa a ter o papel de incentivar a criação de um grande número de empresas para que essas, seletivamente, cresçam e gerem o desenvolvimento.

No processo de mudança econômica, a preocupação do governo passou de: “como o governo pode usufruir da força econômica das grandes empresas sem permitir o abuso de poder por parte delas?” para “como criar um ambiente que incentive a criação de empresas de sucesso?” (Audretsch & Thurik, 2001).

Focar as entradas *vs.* focar as saídas: devido à previsibilidade do mercado característico da *Economia Gerencial*, políticas que focassem o fim dos processos produtivos eram mais apropriadas ao momento. O governo podia escolher indústrias específicas e apoiá-las. No novo modelo econômico, as incertezas do mercado não permitem ao governo avaliar corretamente o caminho do sucesso. Novamente, a flexibilidade é um ponto crucial. Desta forma, políticas que foquem o estágio produtivo inicial mostram-se mais eficientes. O papel do governo agora é garantir que os insumos básicos ao empreendedorismo, principalmente aqueles que garantem a criação e comercialização do conhecimento, estejam disponíveis para que surjam novas empresas e que, dentre essas, algumas prosperem (Audretsch & Thurik, 2001).

Políticas locais *vs.* políticas nacionais: enquanto na *Economia Gerencial* as políticas do governo deviam possuir um caráter nacional, na *Economia*

Empreendedora o foco local é mais apropriado. Isso se deve às peculiaridades locais que possuem grande influência sobre as formas que o conhecimento é gerado e comercializado (Audretsch & Thurik, 2001).

Na *Economia Gerencial*, o poder das grandes empresas estende-se por todo o território nacional. Por outro lado, as grandes plantas produtivas beneficiam apenas as localidades próximas, de forma que cabe ao governo distribuir o ganho com as demais localidades. Em sua sucessora, entretanto, as peculiaridades regionais, conforme dito acima, são mais importantes na hora de se desenvolver as políticas econômicas.

Capital de risco vs. financiamento convencional: enquanto na *Economia Gerencial* havia uma forte relação entre as empresas e os bancos, na *Economia Empreendedora* as incertezas geraram uma demanda por uma fonte alternativa de financiamento. O elevado risco das pequenas empresas exigia coragem e conhecimento para efetuar o investimento. Desta forma, a indústria de capital de risco é muito importante para este novo modelo econômico. A Figura 4 ilustra o crescimento desta indústria entre 1980 e 1997 nos Estados Unidos.

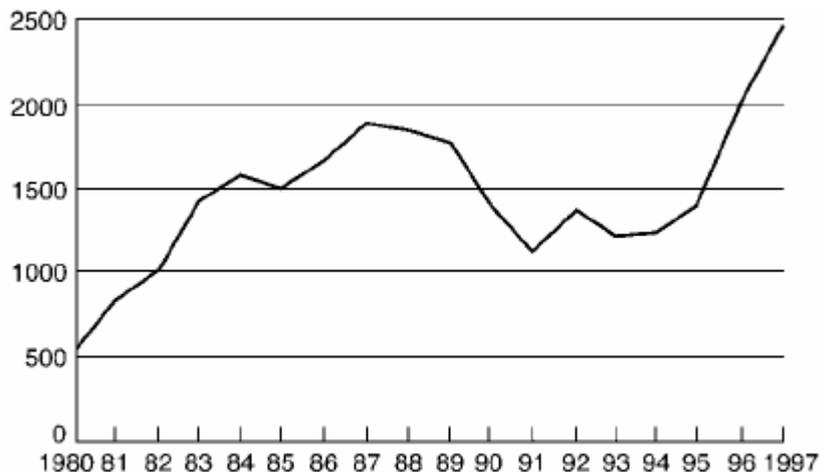


Figura 4 – Número de empresas recebendo capital de risco. (Fonte: The National Venture Capital Association, 1997, Annual Report, *apud* Audretsch & Thurik, 2001, p.305).

Nas 14 diferenças discutidas, pode-se evidenciar em comum o importante papel do conhecimento e das pequenas empresas, em consequência da atividade empreendedora que, afinal, nomeia o referido modelo.

Pode-se concluir, então, que, diante dos diversos trabalhos sistemáticos que relacionam o crescimento econômico a este modelo, e também pelas suas características mais eficazes na manutenção do crescimento econômico frente a um ambiente turbulento e globalizado, a *Economia Empreendedora* deve ser ao menos considerada como uma boa alternativa para o desenvolvimento.

2.2 A Importância dos Investidores Anjos

O reconhecimento da importância dos investidores anjos vem crescendo a cada dia no Brasil e no mundo. Neste trabalho, ela será justificada de duas diferentes maneiras. A primeira demonstra a importância destes investidores no novo cenário econômico mundial, enquanto a segunda demonstra como a indústria de capital de risco vem servindo de alternativa e esperança política para a manutenção do crescimento econômico em diversos países.

Na primeira linha de raciocínio, vale lembrar inicialmente algumas questões que justificam a importância do novo modelo econômico, a *Economia Empreendedora*, diante do dinamismo contemporâneo, bem como o relevante papel do empreendedorismo para esse.

A revolução tecnológica talvez seja a peça inicial desta transformação. Novas tecnologias de informação reduziram os custos de transmissão de dados e remessas de capitais internacionais. Com estas mudanças, a *Economia Gerencial*, o modelo anterior, deixou de ser dependente da localização geográfica e muitos sistemas produtivos migraram para países com baixo custo de mão-de-obra. Esta nova realidade trouxe muitos problemas aos países desenvolvidos, como, por exemplo, o desemprego.

Conforme citado, os países que adotaram mais rapidamente o novo modelo da *Economia Empreendedora* mostraram melhores resultados na manutenção do crescimento econômico e na geração de empregos do que os países que mantiveram a modelo da *Economia Gerencial* ou os que tentaram adaptá-lo.

Qual seria a razão deste sucesso? A *Economia Empreendedora* é fortemente calcada no conhecimento como importante insumo do seu sistema produtivo e, por este motivo, dependente da localização geográfica. Ao contrário da informação, o conhecimento não é facilmente transmitido à distância.

Além disso, a constante criação de novas empresas propicia a este novo modelo o dinamismo e a flexibilidade requeridos pelo cenário moderno turbulento. Neste contexto, o processo de inovação é acelerado e novos produtos substituem outros existentes mais rapidamente, no que Audretsch & Thurik (2001) chamam de destruição criativa.

O crescimento da importância das PME no cenário econômico pôde ser observado em diversos países. Conforme mostrado, a participação média por firma no produto interno bruto caiu nos Estados Unidos, houve um crescimento na participação destas empresas na produção de itens manufaturados não só nos Estados Unidos, mas também nos Países Baixos, no Reino Unido, na Alemanha Ocidental e no norte da Itália (Acs & Audretsch, 1993, *apud* Audretsch & Thurik, 2001). André van Stel (2003) observou ainda que a taxa de proprietários de negócios, ou seja, a relação entre patrões e empregados, numa amostra de 23 países, cresceu em 17 desses. Todos estes dados indicam uma redução no tamanho das empresas e um aumento da importância das PME nas economias.

Pode-se citar ainda o exemplo de Boston, uma área de relevante destaque nos Estados Unidos, que é hoje uma das mais empreendedoras de seu país e também do mundo. Em seus arredores, existem hoje 6.293 empresas de telecomunicações, empregando 131.790 pessoas, 3.079 empresas de *software* e Internet – um terço delas com menos de cinco anos de vida – empregando outras 135.277 pessoas, e 280 empresas de biotecnologia – 25% delas *start-ups* – empregando 35.500 pessoas. Ainda é palco de um campeonato de empreendedorismo do MIT (Massachusetts Institute of Technology), que nos últimos 14 anos gerou 60 empresas, que criaram 1.800 empregos e possuem um valor agregado que excede os U\$10,5 bilhões (Geshwiler, 2003).

Evidenciada então a importância das pequenas empresas neste novo modelo econômico, ou seja, pelo dinamismo e flexibilidade que geram, cabe então agora demonstrar a importância dos investidores anjos para estas empresas.

As trajetórias da Internet, das telecomunicações e das ciências humanas, entre outras, têm criado boas oportunidades comerciais para os empreendedores. Estas oportunidades, quando combinadas com disponibilidade de capital e um mercado financeiro favorável podem propiciar um elevado crescimento de algumas destas empresas (Linde & Prasad, 2000). Para este crescimento, o capital de risco desempenha um importante aliado. Nas etapas iniciais, os investidores

anjos são mais atuantes que o setor formal e constituem a principal fonte de capital para estas empresas.

Em estudo realizado por Bhidé (2000, *apud* Bhidé, 2005) com 100 empresas criadas entre 1981 e 1983, todas pertencentes à lista das 500 empresas de crescimento mais acelerado nos EUA, três quartos dessas utilizaram capital de risco durante seu processo de crescimento.

Os anjos, por sua vez, exercem um papel a cada dia mais importante no financiamento de empresas sementes e *start-ups*, propiciando e acelerando o crescimento e o sucesso destas empresas. Mais de dois terços dos investimentos anjos ocorrem nestas etapas iniciais (Sohl, 2003). Os anjos contribuem para as empresas em um momento crítico e ajudam a transpor o *gap* de financiamento existente até as rodadas futuras do capital de risco formal (De Faoite *et al.*, 2002). Sem o auxílio dos anjos muitas empresas não seriam capazes de ultrapassar esta difícil etapa (Sohl, 2003). Um bom exemplo deste conteúdo é a história de Anita Roddick, que precisou de capital para abrir uma segunda loja.

“Seu banco lhe respondeu que ela estava há poucos meses no negócio e que lhe seria necessário mais um ano para comprovar experiência. Para um empreendedor, um ano é uma eternidade. Roddick procurou um investidor anjo, Ian McGlinn, que investiu as quatro mil libras de que ela precisava em troca de 50% de propriedade do negócio. Ela abriu a segunda loja, o negócio desenvolveu-se e hoje A Body Shop é uma corporação com mais de 700 lojas.” (Sohl, 2003, p.4).

Desta forma, os anjos constituem hoje uma importante fonte de financiamento. Estima-se que o mercado de investimento anjo seja maior que o setor formal da indústria de capital de risco (De Faoite *et al.*, 2002; Kjærgaard *et al.*, 2002). Em 2003, foram U\$ 30 bilhões investidos (Preston, 2003). As estimativas mais ousadas acreditam que esse possa ter até 10 vezes o tamanho do setor formal (Gullander & Napier, 2003).

Considerando-se então o número de negócios, e não mais o montante investido, os anjos ficam muito acima dos capitalistas formais. Tendo um volume investido que muitos acreditam ser maior, e o capital por investimento consideravelmente menor, muito mais empresas beneficiam-se dos investidores anjos do que dos fundos de capital de risco (Liu, 2000).

Tem-se ainda que, além de prover os recursos financeiros de que as empresas precisam em um momento tão especial, os anjos também ajudam os

empreendedores a guiar a empresa pelo caminho correto. O capital social, que em resumo pode ser descrito como o aporte de conhecimento que o anjo disponibiliza à empresa, é ao menos tão importante quanto os recursos financeiros que os anjos disponibilizam (Sands, 2003). Os anjos ajudam a “abrir portas” e a suprir também um *gap* informacional que existe nas fases iniciais de crescimento das empresas, motivo esse pelo qual muitos empreendedores preferem os investidores anjos aos investidores do setor formal (Freear *et al.*, 2002).

Por este estímulo ao empreendedorismo, os investidores anjos constituem um importante elo do sistema de inovação. Juntamente com centros de pesquisa e estudantes, executivos e uma série de instituições, eles ajudam a criar um ambiente favorável para o nascimento e maturação de novas idéias. Gullander & Napier (2003) ressaltam sua relevância no sistema de inovação dos EUA. Eles são importantes personagens no processo de valorização do conhecimento (Botelho, 2005) e assim ajudam no desenvolvimento da *Economia Empreendedora* (Liu, 2000). A Figura 5 ilustra o sistema de inovação segundo Gullander & Napier (2003), mostrando a influência dos anjos.

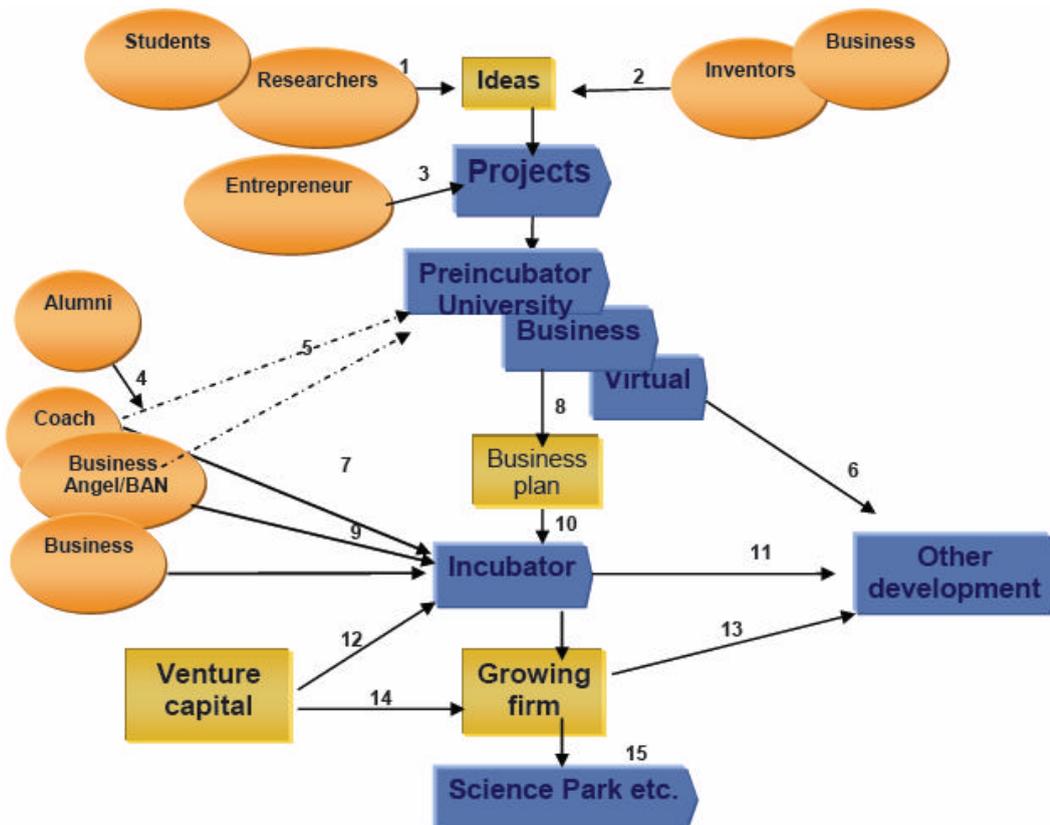


Figura 5 – Sistema de inovação (Fonte: Gullander & Napier, 2003, p.13).

O mercado informal de capital de risco é hoje uma importante ferramenta no combate ao desemprego e na busca pelo desenvolvimento e crescimento econômico. Ele foi (McGlue, 2002) e continua sendo de extrema importância para o crescimento e desenvolvimento dos Estados Unidos (Goff, 2003), que é extremamente dependente de seu sistema de inovação (May, 2003; Goff, 2003). Também é de extrema importância para a economia do Reino Unido (De Faoite *et al.*, 2002). Ainda na Europa, é utilizado politicamente como uma importante ferramenta de combate ao desemprego e busca de crescimento econômico, conforme evidenciado nas diretrizes de políticas para geração de empregos – documento da comissão nº. 197 de 01/09/1997 – e pelas conclusões das cúpulas de Amsterdã, Luxemburgo e Cardiff. Conclusões similares foram obtidas no encontro do G8 em Londres (Aernoudt, 1999).

Mais uma evidência da eficácia do estímulo ao setor informal de capital de risco para geração de empregos foi um projeto piloto de três anos desenvolvido no Reino Unido. O programa do governo de suporte a redes de investidores anjos obteve ótimo resultado no que diz respeito ao custo para geração de empregos se comparado com outras possíveis alternativas, incluindo nessas o mercado formal de capital de risco (Aernoudt, 1999).

Esta afirmativa também se apóia na experiência da Capital dos Estados Unidos, Washington. Nas últimas décadas do século XX, o governo federal deste país perdeu importância no que diz respeito à geração direta de empregos na sua capital. Enquanto, em 1951, empregava 40% da população da grande Washington, quarenta anos depois empregava apenas 17% da mesma população. Inicialmente, o setor de serviços absorveu parte desta mão-de-obra. Posteriormente, foram desenvolvidos programas de incentivo ao capital de risco, como o MAVA (Mid-Atlantic Venture Association) e Grubstake Breakfast, entre outros. Atualmente, o empreendedorismo e a geração de riquezas por meio do lançamento de empresas ao público está se tornando uma forma de vida na região. A América Online e a MCI são apenas algumas empresas de sucesso oriundas desta mudança (May, 2003).

Por último, dois pontos ainda cruciais que também expressam a importância dos investidores anjos é o relevante papel que eles exercem na captação de rodadas futuras de investimento e a evasão de conhecimento que pode ocorrer em certas regiões pela falta de um ambiente em que as mentes locais possam se

destacar. O centro-oeste dos Estados Unidos é um exemplo desta fuga de talentos pela falta de condições locais de desenvolvimento pessoal (Lipper, 2003).

No Brasil, os anjos têm aumentado sua importância e existem evidências de que o número total de investidores financiando empresas emergentes tem crescido devido ao aumento do poder financeiro e de uma economia mais estável (Botelho, 2005). Deve-se observar, contudo, que há ainda um elevado potencial de crescimento mercado, o que justifica o desenvolvimento de políticas públicas e outras ações de incentivo.

2.3 Os investidores anjos e a indústria de capital de risco

Os anjos constituem um setor informal da indústria de capital de risco e agem de forma complementar com o setor formal. Ambos não costumam competir na busca de negócios – pois atuam em momentos diferentes durante o crescimento das empresas – e cooperam entre si por uma indústria melhor para todos. Todavia, no momento de entrada de capital de risco profissional na empresa, conflitos de interesse podem ocorrer entre estes novos investidores e os anjos que a auxiliaram anteriormente.

Estes setores, formal e informal, possuem suas semelhanças e diferenças. A forma de investir é uma semelhança. Ambos provêm um aporte financeiro e social à empresa em troca de uma parcela societária. Os anjos, contudo, utilizam recursos próprios e costumam contribuir em maior escala com o capital social do que as empresas de capital de risco.

Outras diferenças³ relevantes entre estes dois tipos de investidores são: o tamanho do investimento, o estágio em que investem e a liberdade de investimento.

Em relação ao tamanho do investimento, o montante investido pelos investidores anjos é menor do que o valor investido pelo setor formal desta indústria. Existe uma separação de valores, contudo, esses estão variando ao longo do tempo uma vez que o setor formal aumenta seu limite inferior de interesse e o setor informal organiza-se para, na medida do possível, suprir este mercado.

³ Além das aqui expostas, existem outras diferenças que foram omitidas por não representarem ganho substancial a este trabalho. Para maiores informações veja: Linde & Prasad, 2000; e Liu, 2000.

Esta variação resulta numa discordância de diversos autores. Liu (2000) caracteriza o investimento anjo como sendo inferior à U\$1 milhão e o seguinte superior a esta mesma quantia. Por sua vez Linde e Prasad (2000) diferenciam esta característica de cada setor de acordo com o investimento característico a cada rodada de aporte de capital e não quanto ao montante total investido por cada um. Estes autores enunciam que os investimentos variam entre U\$25.000 – U\$750.000 e U\$150.000 – U\$350.000, respectivamente para os setores informal e formal. O importante, contudo, é entender que existe uma separação e a complementariedade dos setores formal e informal deste mercado.

A diferença anterior influi diretamente no estágio em que cada um costuma investir. Os investidores anjos costumam atuar preferencialmente nas etapas iniciais das empresas, ficando os capitalistas de risco com as etapas seguintes, que demandam recursos além da capacidade dos primeiros.

Quanto à liberdade de investimento, os fundos de capital de risco, por administrarem recursos alheios, estão mais comprometidos com os resultados e, conseqüentemente, possuem menor liberdade na alocação destes recursos. Os critérios de decisão são mais claros e precisam ser justificados. Os investidores anjos, por sua vez, investem recursos próprios e possuem assim maior liberdade em suas decisões (Liu, 2000).

2.4 O Mercado de Capital de Risco

Os setores formais e informais do mercado de capital de risco atuam de forma complementar e, por este motivo, embora o foco deste trabalho seja os investidores anjos, ou seja, o setor informal, esta seção irá abordar também sumariamente o setor formal, devido à maior disponibilidade de dados acerca dele e pela semelhança comportamental destes mercados.

O mercado dos investidores anjos propriamente dito é difícil de ser estudado devido à informalidade na qual estes investidores operam. Contudo, é consenso que na maioria dos casos eles são responsáveis pelo financiamento de um número maior de empresas do que o setor formal deste mercado. Em muitos países, estima-se ainda que os investimentos anjos sejam maiores inclusive no que diz respeito ao montante anual investido.

O mercado norte americano é o maior e mais desenvolvido deles e, por este motivo, será tratado em um item específico.

2.4.1 Os Estados Unidos

Os Estados Unidos foram o berço da atividade anjo. Neste país, estes investidores foram privilegiados por uma série de condições favoráveis – incentivos governamentais, forte presença das instituições de pesquisa e interação dessas com o mercado, entre outras – e desenvolveram-se de forma bastante notável.

Neste país, esta atividade começou provavelmente na Costa Leste, que hoje abriga uma das maiores concentrações de anjos dos EUA. Alguns afirmam que sua origem é de 1629, com a criação da “*The Massachusetts Bay Company*” (Geshwiler, 2003).

O destaque veio em 1983 quando Wetzel (1983, *apud* Sohl, 2003) reconheceu, em seu trabalho pioneiro, a grande contribuição destes investidores como financiadores de empresas com grande potencial de crescimento. A partir daí, muitos estudos foram conduzidos para melhor se entender o perfil, o comportamento e as atitudes deles (Sohl, 2003).

De lá para cá, foram muitas mudanças, o mercado sofreu dois picos de crescimento, o setor formal aumentou os valores investidos e surgiram dois *gaps* de financiamento. Além disso, os anjos passaram a se organizar cada vez mais em grupos.

A primeira expansão do mercado de capital de risco dava-se já quando da publicação acima citada. Os investimentos cresceram de \$49 milhões, em 1976, para 209 milhões, em 1977, chegando a \$4,6 bilhões, em 1986. O mercado informal também sofreu um bom crescimento e ultrapassou no total os investimentos do setor formal, chegando a \$10 bilhões e 30 mil empresas em seu ápice. Foi a década do empreendedorismo tecnológico e os discos rígidos de computador foram os principais personagens deste crescimento (Sohl, 2003).

Contudo, o crescimento presenciado não foi sustentado por muito tempo. Os discos rígidos tornaram-se *commodities*, as margens de lucro caíram e o retorno destas empresas no mercado público caiu 73%. A indústria dos discos rígidos, antes um paraíso, tornara-se um pesadelo. (Sohl, 2003).

Os anos seguintes foram de retração: em 1990, o total de investimentos caiu para \$1,1 bilhão. O número de empresas que receberam investimentos caiu quase pela metade entre 90 e 94, de 1900 para 1000. O setor informal também sofreu esta retração, porém menos pronunciada em virtude de também ter sofrido o crescimento anteriormente citado em menor escala (Sohl, 2003).

Em consequência, diminuíram as opções de investimento e o mercado formal ficou então com uma quantidade de dinheiro razoável que precisava ser investida.

Os grandes fundos aumentaram os valores individuais investidos passando a investir com maior segurança nas empresas em estágios mais avançados. Começava a surgir então um abismo de financiamento, ou *gap*, conforme citado acima (Sohl, 2003).

Os anos seguintes foram um pouco mais estáveis, mas apenas 10 anos depois este mercado viria a experimentar outro grande crescimento. Desta vez, a Internet foi a grande aliada.

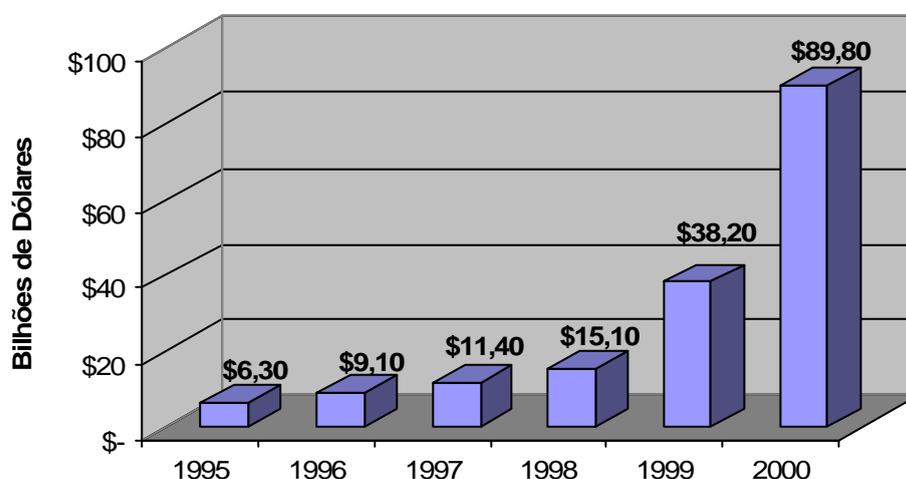


Figura 6 – Crescimento da indústria de capital de risco entre 1995 e 2000 (Fonte: Center for Venture Research – University of New Hampshire, *apud* Sohl, 2003, p.4).

O sucesso das empresas *ponto com* era evidente e atraía muitos investidores. O mercado de capital de risco cresceu de \$6,3 bilhões para \$90 bilhões entre 1995 e 2000, ou seja, um crescimento de quase 1500% em cinco anos, como mostra a Figura 6. O número de negócios fechados, não cresceu, contudo, tanto assim,

passando de 1128 para 5485 no mesmo período – um aumento de quase cinco vezes. Esta disparidade nas velocidades dos crescimentos do capital em relação ao número de negócios fechados demonstra um novo crescimento do valor investido por empresa no setor formal (Sohl, 2003).

O mercado dos investidores anjos também cresceu neste período. Foram \$40 bilhões investidos anualmente em 50 mil empresas, por mais de 400 mil anjos ativos (Sohl, 2003).

Neste momento de euforia, muitos investidores inexperientes entraram no mercado e foram-se os investimentos pacientes, ou seja, aqueles no qual o anjo permanecia na empresa até que essa estivesse em uma trajetória de crescimento com maiores possibilidades de geração de oportunidades de saída. A preocupação em desenvolver empresas sustentáveis já não existia mais. A avaliação do negócio, ou seja, a *due diligence*, passou a ser vista como um mal necessário (Sohl, 2003).

Mais uma vez, então, o crescimento não foi sustentável, a bolha da Internet, conforme ficou conhecido este período, explodiu no ano seguinte, levando muitas empresas à falência e muitos investidores a sair do mercado.

No ano de 2001, o Vale do Silício experimentava uma perda de 4000 empregos ao mês. A taxa de desemprego subiu de 1,3% para 6,6%, a maior dos últimos sete anos. A taxa de retorno do mercado de capital de risco em um período de 12 meses caiu pela primeira vez a valores negativos: -18,27%. No terceiro trimestre deste ano, 49 das 50 empresas da SV 50⁴ experimentaram uma queda em seus valores de mercado. Muitas delas caíram mais de 80%. A empresa número um desta lista, a *Transmeta*, caiu de \$17 bilhões em 2000 para apenas \$215 milhões em 2001, com uma redução no valor das ações de \$50 para \$1,60 a unidade. A *eToys* teve o valor de suas ações reduzido de \$84,25 para \$0,09 quando a empresa encerrou suas atividades (Sohl, 2003).

Como consequência, mais uma vez os investimentos de capital de risco diminuiram neste período, de \$26,2 bilhões no primeiro trimestre de 2000 para \$6,5 bilhões no terceiro trimestre de 2001. A Figura 7 ilustra esta retração.

⁴ A lista SV50, *Silicon Valley Fastest 50*, é um *ranking* das empresas com maior crescimento nas vendas no período de 12 meses.

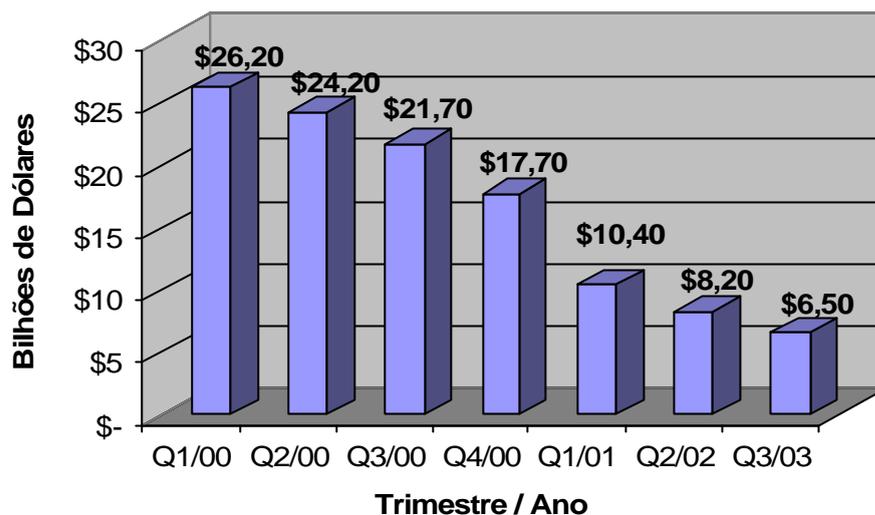


Figura 7 – Retração na indústria de capital de risco (Fonte: Center for Venture Research – University of New Hampshire, *apud* Sohl, 2003, p.7).

Em 2003, contudo, o mercado já havia voltado ao normal e mais uma vez o conhecimento do anjo passou a prevalecer. Embora este setor informal seja difícil de ser estudado, estimativas conservadoras estimavam que, nesta época, havia cerca de 300.000 a 350.000 anjos investindo 30 bilhões anuais no crescimento de novas empresas. Contudo, os valores dos investimentos praticados no setor formal da indústria de capital de risco permaneceram elevados, criando agora dois abismos de financiamento: o primeiro abaixo dos \$2 milhões e outro entre esta quantia e os \$5 milhões (Sohl, 2003). A Figura 8, retirada do trabalho citado, ilustra estes dois abismos e as principais fontes de financiamento que ajudam a suprir esta falta de recursos.

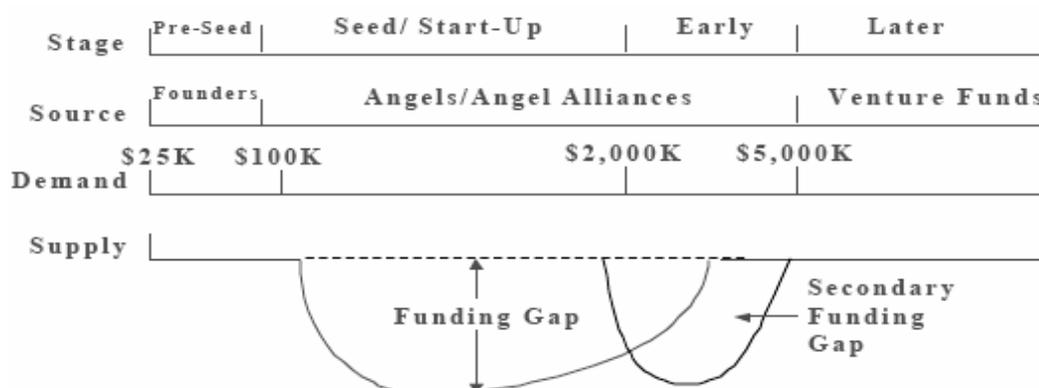


Figura 8 – Abismos de financiamento – *gaps* – e principais fontes de recursos atuantes nesses (Fonte: Center for Venture Research – University of New Hampshire, *apud* Sohl, 2003, p.9).

Outra mudança que vem ocorrendo nesta indústria é a presença cada vez maior dos grupos de anjos. A participação dos anjos neste tipo de rede tem crescido a uma taxa de 12% a 14% anuais (Sohl, 2003).

Tem-se também, além das oscilações históricas acima descritas, que o mercado de capital de risco apresenta grandes diferenças de região para região deste país. A região da Nova Inglaterra, juntamente com o Vale do Silício, são as áreas nas quais a atividade deste mercado é mais presente e desenvolvida. Nestas áreas, a presença de importantes centros de pesquisa, universidades e mão-de-obra qualificada, bem como uma boa interação destes fatores, propiciou este desenvolvimento. Demais regiões nas quais havia uma deficiência na presença ou interação destes fatores tiveram um desenvolvimento mais tardio e precisaram, muitas vezes, de fortes incentivos institucionais e governamentais.

Por último, uma outra questão importante a respeito do mercado de capital de risco, em especial seu setor informal, é a potencialidade de crescimento. Esta questão é válida não só para os EUA, mas também para diversos outros países, inclusive o Brasil.

Em estudo realizado nos EUA por Freear *et al.* (1994), 84% dos investidores anjos mostraram interesse por investir de 5% a 50% de suas carteiras de investimento neste tipo de atividade. No entanto, atualmente essa representa, em média, para maioria destes investidores, algo entre 5 e 10% de suas carteiras (Mason & Harrison, 2002).

Tabela 1 – Alocação máxima de recursos por parte dos investidores anjos e investidores potenciais em negócios empreendedores (Fonte: Freear *et al.*, 1994, p.113).

Alocação Máxima	Investidores Anjos	Investidores Potenciais
0%	1%	26%
1% a 4%	7%	19%
5% a 9%	18%	26%
10% a 14%	25%	26%
15% a 24%	21%	3%
25% a 50%	19%	0%
Mais de 50%	9%	0%

Existem ainda, além desta disposição dos investidores anjos de alocar uma quantia maior de recursos no mercado de capital de risco, os investidores potenciais, ou seja, pessoas que possuem elevado capital financeiro e um bom capital social, mas não realizam de fato investimentos. A Tabela 1 mostra o

percentual máximo de suas carteiras que os investidores anjos e os investidores potenciais estão dispostos a alocar em negócios empreendedores.

Freear *et al.* (1994) identificam a possibilidade de muitos destes investidores potenciais tornarem-se ativos – 74% dos investidores potenciais considerariam investir parte de suas carteiras no mercado de capital de risco. Além disso, estes mesmos autores indicam que a propensão destes investidores realizarem investimentos aumenta à medida que são auxiliados no processo de investimento, em especial no monitoramento do desempenho do negócio, na sua valoração e estruturação.

2.4.2 A América Latina

O mercado de capital de risco na América Latina é ainda muito recente e imaturo, principalmente se comparado ao Norte Americano. Neste mercado, as fronteiras entre capitalistas de risco, investidores anjos e empreendedores seriais são porosas e incompletas (O'Halloran *et al.*, 2005).

A volatilidade dos mercados, a forte presença de especulações e uma ainda não difundida cultura de risco prejudicam o desenvolvimento do investimento anjo (Kantis, 2005). Existe uma forte cultura de negócios familiares, contrários à divisão de poder, à aceitação de estranhos e à transparência (Aldaz & Wilson, 2005). Em consequência, os investimentos são menores tanto global quanto individualmente. Os negócios são escassos, com menos tecnologia, menos dinâmicos e menos sofisticados (O'Halloran *et al.*, 2005).

Na América Latina, os investidores anjos atuam em setores mais tradicionais da economia, como as indústrias de serviços, logística e turismo, que oferecem menor risco e são capazes de gerar um fluxo de caixa positivo mais rapidamente. É a adaptação a um mercado com maior risco, em que as oportunidades de saída são mais restritas. Nesse, o lançamento de uma empresa ao público, também conhecida como IPO (*Initial Public Offering*), é uma alternativa bastante rara. Deve-se lembrar que, esta prática, embora seja comum aos fundos de capital de risco em estágios mais avançados, afeta os investidores anjos de forma indireta, uma vez que estes fundos são as principais fontes de financiamento em rodadas posteriores do investimento (Aldaz & Wilson, 2005).

Além das barreiras acima enunciadas, questões legais também prejudicam a eficiência deste mercado. A elevada burocracia e a falta de proteção a acionistas minoritários, conforme os investidores anjos preferem atuar em mercados desenvolvidos, são as principais barreiras neste sentido. Em resposta, os investidores buscam elevadas participações nos negócios, o que prejudica as negociações. A Figura 9 mostra uma comparação da percentagem média de ações em propriedade dos três maiores acionistas no Brasil, México, Argentina e Estados Unidos. Com respeito à burocracia, as barreiras impostas elevam os custos e o tempo para se abrir um negócio. A Figura 10 compara o tempo despendido para se abrir um negócio na Argentina, no Brasil, no México e nos Estados Unidos. Note-se a disparidade existente entre o país mais eficiente, os Estados Unidos, e o menos eficiente, no caso, o Brasil. Também a contratação e a demissão de mão-de-obra são bastante onerosas, conforme ilustra a Figura 11, que indica uma grande desvantagem do México, menos eficiente neste caso, para os Estados Unidos, novamente o mais eficiente. Esta inércia empresarial prejudica o dinamismo das empresas.

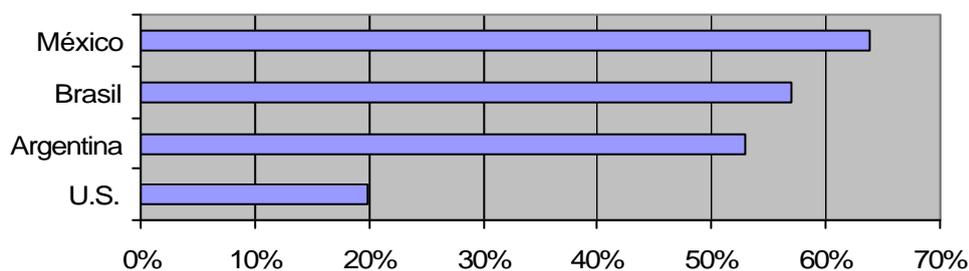


Figura 9 – Percentagem das ações sob propriedade dos três maiores acionistas de uma empresa (Fonte: Rodriguez, 2005, p.11).

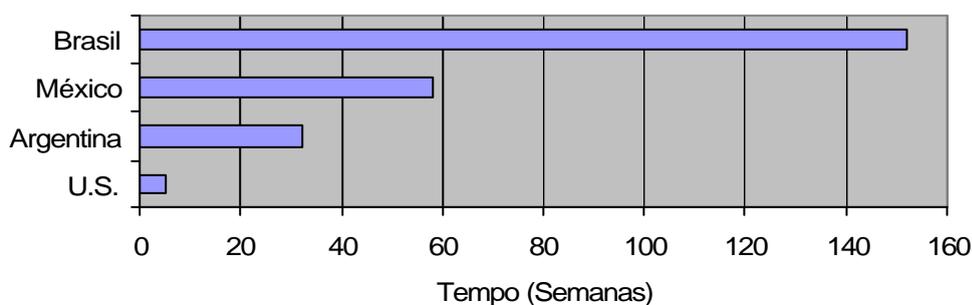


Figura 10 – Tempo necessário para abrir um novo negócio (Fonte: Rodriguez, 2005, p.9).

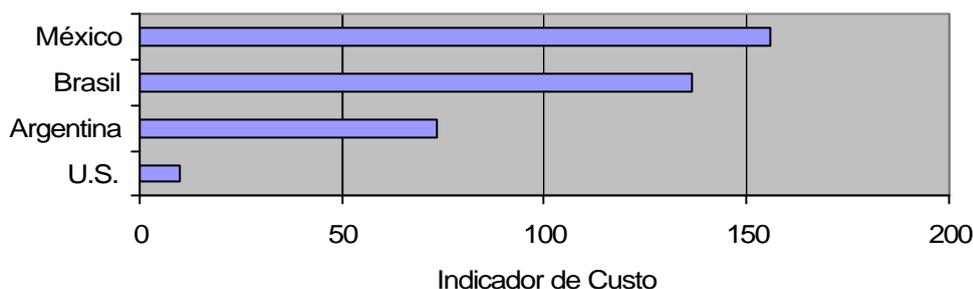


Figura 11 – Custo de contratação e demissão de funcionários (Fonte: Rodriguez, 2005, p.9).

Mas este mercado não é fonte apenas por más notícias e, apesar de seu estado pueril, em que o nível de investimento informal encontra-se ainda num patamar muito baixo, conforme mostra a Figura 12, o sucesso evidenciado nos Estados Unidos e Europa mostram a potencialidade deste segmento, que vem sendo promovido por governos e entidades privadas.

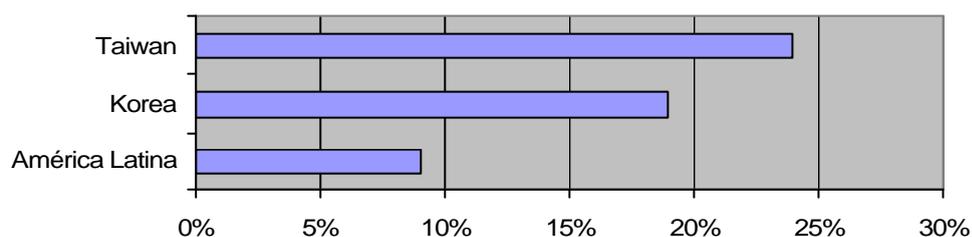


Figura 12 – Percentual de novas empresas dinâmicas com participação de investidores informais (Fonte: Kantis, 2005, p.21).

No Brasil, o governo tem aumentado os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, o que resultou num aumento de pedidos de patentes. (Botelho, 2005). Ainda neste país, iniciativas públicas de financiamento facilitam o crédito às pequenas empresas inovadoras. Um exemplo deste tipo de política é o projeto “Inovar Semente”, da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), que pretende investir R\$ 300 milhões em empresas nascentes (FINEP, 2006).

Também no Brasil, no Rio de Janeiro, ocorreu em 2005 a Primeira Jornada Internacional de Investimento Anjo no Brasil, sediada na PUC-Rio (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro). O evento contou com a presença de mais de 50 anjos, ativos, passivos ou potenciais. (Botelho, 2005).

No México, um bom exemplo do esforço governamental para promover o empreendedorismo é o programa desenvolvido em conjunto pelo CNBV (*National Banking and Securities Commission*) e pelo Ministro das Finanças. Este último visa facilitar o acesso de PME ao capital de risco e a um futuro mercado de ações (Arbeleche & Herrerias, 2005).

Por último, não se pode esquecer de duas grandes instituições que atuam na América Latina: o MIF (*Multilateral Investment Fund*) e a *Endeavor*. O MIF, criado em 1993 com um fundo de US\$ 1,8 bilhões, é um braço do Banco Interamericano de Desenvolvimento, cuja função é ajudar a promover o empreendedorismo na região. Já a *Endeavor*, uma instituição privada criada em 1997 por dois especialistas em empreendedorismo social, Peter Kellner e Linda Rottenberg, tem por objetivo fornecer apoio gerencial a empreendedores iniciantes. Vale ressaltar que, apesar de não fornecer apoio financeiro à empresa, seu apoio facilita a captação de recursos e aumenta a expectativa de sobrevivência das empresas. Esta instituição utiliza um rigoroso processo seletivo capaz de atingir até mesmo 100% de sobrevivência para as empresas suportadas, a exemplo de sua atuação no México (Fabre, 2005).

2.4.3 A Europa

O estágio de desenvolvimento do investimento anjo no velho continente varia de país para país e ainda entre as regiões de um mesmo país. No geral, encontra-se mais desenvolvido do que na América Latina, porém ainda muito atrás dos Estados Unidos.

Neste continente, pressionados por seus problemas econômicos, muitos países seguiram o rumo da nova economia, conforme anteriormente descrito, e posteriormente adotaram políticas de incentivo ao capital de risco. O Reino Unido e a Bélgica, entre algumas outras nações, chegaram a isentar totalmente os ganhos de capitais desta natureza em algumas situações (Botelho, 2005).

Com estes incentivos e com o crescimento da atividade empreendedora, o capital de risco desenvolveu-se rapidamente e, embora ainda com um décimo do tamanho do mercado dos EUA (Botelho, 2005), estima-se que este mercado ultrapasse os 600 milhões de euros (Botelho, 2004). Para os mais otimistas, este valor representa apenas o investimento anjo nos Países Baixos, onde se estima que

este mercado já tenha alcançado um bilhão de guilders, o que corresponde a 560 milhões de dólares⁵, para investimentos (Kuipers, 1998).

Outra evidência deste crescimento nas últimas décadas é o aumento do número de BANs neste continente, que cresceu mais de 300% entre 1998 e 2004, conforme mostra a Figura 13 (NEP-Gênesis, 2004). Já existem hoje BANs bastante desenvolvidas no que diz respeito ao tamanho e ao número de associados (IBAN – Italian Business Angel Network, 2003).

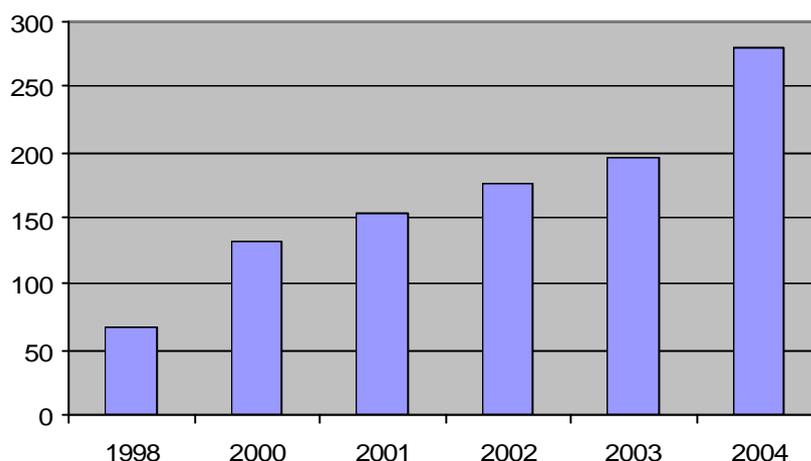


Figura 13 – Número de BANs na Europa entre 1998 e 2004 (Fonte: IBAN, *apud* NEP-Gênesis, 2004, p.26; Botelho, 2005, p.9).

Áustria	1	Portugal	1
Bélgica	7	Espanha	2
Dinamarca	8	Suécia	9
Finlândia	1	Países Baixos	3
França	49	Reino Unido	51
Alemanha	40	Suíça	3
Irlanda	3	Mônaco	1
Grécia	0	Noruega	2
Luxemburgo	0	República Checa	1
Itália	10		

Quadro 3 – Número de redes de anjos por país na Europa (Fonte: Botelho, 2004, p.20-21).

⁵ Conversão feita com base no câmbio divulgado para ambas as moedas pelo Banco Central do Brasil em 01/02/1999, data disponível mais próxima à publicação do texto, em 1998.

Já no que diz respeito à distribuição geográfica, segundo estudo conduzido pela EBAN, o Reino Unido é que apresenta a maior presença destes investidores (Aernoudt, 1999). Esta afirmação é consoante com o Quadro 3, que mostra a existência de 51 redes de investidores nesta região. Imediatamente após fazem-se presentes a França e a Alemanha (Botelho, 2004).

2.5 O Capital Social

O conceito de capital social tem difundido-se nos últimos tempos principalmente nos ambientes empresariais, de ciências políticas e sociologia. No mercado de capital de risco, em especial no seu setor informal, ele é de grande valia ao sucesso dos empreendimentos.

Inicialmente, o termo capital social foi utilizado no estudo das relações comunitárias entre vizinhanças no que diz respeito à capacidade de colaboração conjunta. Em um contexto mais amplo, capital social é a presença de recursos, atuais e potenciais, ganhos pelos relacionamentos com outras pessoas e instituições (Sørheim, 2003). Burt (1992, *apud* Sørheim, 2003) define capital social como amigos, colegas e outros contatos por intermédio dos quais se recebe oportunidades para utilização de seu capital financeiro e humano.

O capital social está inserido nas redes e, diferentemente das outras formas de capital, não pode ser vendido ou trocado. Não é mercadoria e é impossível que uma pessoa tenha direitos proprietários sobre ele (Sørheim, 2003).

Möbius (2001) faz uma analogia matemática para estas redes: um conjunto de nós com ligações entre eles. Os nós representam as pessoas e as ligações as relações entre elas. Desta forma, as redes são capazes de armazenar e transmitir o capital social. A quantidade de capital que a rede é capaz de gerar e transmitir depende, contudo, da quantidade de membros, da riqueza social deles e também de sua participação nas redes. Quanto maior for o número de pessoas na rede e o número de ligações entre os nós, ou seja, quanto mais as pessoas se relacionarem, mais rica será esta rede.

Fica clara então a importância que as pessoas possuem para as redes. Isso se dá por dois motivos. O primeiro é o caráter amplificador da rede; pequenas mudanças em um indivíduo da rede podem trazer efeitos de maior proporção para ela. O segundo está relacionado à manutenção do equilíbrio da rede; as pessoas

são responsáveis pela estabilidade das ligações entre os nós. Se a rede não for capaz de lhes gerar ganho social, elas desinteressam-se e as ligações rompem-se. Por outro lado, se o nível de capital social na rede for alto, o interesse individual aumenta assim como a estabilidade das ligações (Möbius, 2001).

Para o mercado informal de capital de risco, o capital social traz vantagens tanto para os investidores quanto para os empreendedores. Neste mercado, os investidores anjos são os maiores detentores deste capital, pois possuem uma ampla rede de relacionamentos que utilizam quando se faz necessário. Estas redes são responsáveis pela obtenção de oportunidades de investimento, informações técnicas e de mercado necessárias à avaliação destas oportunidades e informações valiosas ao crescimento das empresas, entre outros.

Existem indicações de que investidores mais experientes enfrentam menos dificuldade na identificação de boas oportunidades de investimento devido à suas extensas redes de relacionamento. (Kelly & Hay, 1999, *apud* Erikson & Sørheim, 2005). Estes relacionamentos são de vital importância na etapa de pré-investimento. Os anjos obtêm suas melhores oportunidades por intermédio de organizações e pessoas que conhecem (Sørheim, 2003).

Do outro lado do negócio, do ponto de vista das empresas, o capital social que os anjos podem oferecer também é de extrema valia. Os anjos contribuem para o crescimento das empresas com suas habilidades gerenciais e seus conhecimentos sobre o mercado (Karaömerlioglu & Jacobsson, 2000). Eles ajudam na formação da equipe gerencial e do conselho e preparam a empresa para as rodadas seguintes de financiamento. Ajudam ainda a resolver alguns problemas do dia-a-dia da empresa e a traçar as estratégias operacionais (Prowse, 1998).

Esta importância fica clara no trabalho de Sætre (2003, *apud* Sørheim, 2003), no qual ficou evidente a preocupação de alguns empreendedores na seleção de possíveis investidores de acordo com seu passado. Os empreendedores dão preferência aos investidores com competências específicas acerca de seus negócios do que a anjos com competências gerais.

Desta forma, seja do ponto de vista do investidor ou da empresa que recebe o investimento, o capital social é um importante recurso para o desenvolvimento da indústria de capital de risco. A presença das diversas instituições é sim de extrema importância, mas uma boa relação entre elas é fundamental e pode gerar externalidades positivas.