

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Dissertação de Mestrado

**SELEÇÃO E ENCAMINHAMENTO DE PROJETOS DE INVESTIMENTOS: CASO  
SEBRAE-RS, BRDE E CRP.**

José Manuel Correia Mendes

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração ênfase em Finanças.

Porto Alegre, Janeiro 2002

Aos meus pais,  
Meus sobrinhos,  
Meus irmãos,  
Minha Cunhada,  
Meus Professores,  
Meus Colegas,  
Meus amigos.

A todos que, de alguma forma, contribuíram para que alcançasse esta proeza.

## **AGRADECIMENTOS**

Devo a realização desta dissertação de mestrado a várias pessoas:

- Ao meu orientador, Prof. Dr. Oscar Claudino Galli, sem a ajuda do qual o desenvolvimento desta dissertação não teria sido possível. Sua compreensão, incentivo e companheirismo foram muito importantes no desenrolar do curso.

- Aos meus professores do curso de mestrado Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy e Prof. Dr. Gilberto de Oliveira que me auxiliaram na ampliação dos meus conhecimentos através de aulas teóricas e discussões de suma importância para o desenvolvimento pessoal e profissional, bem como suas contribuições, valiosas, no desenvolvimento da minha pesquisa.

- Ao Prof. Dr. João Luiz Becker, pelo seu apoio e colaboração na aplicação e análise dos testes estatísticos.

- Aos Srs Ponzoni e Pires e Sra Terezinha, do BRDE; Dalton Schmitt Junior, da CRP e; Evertton Machado, do Sebrae-RS pelo apoio na pesquisa de campo. Sem esse apoio não seria possível realizar esta dissertação.

- Aos colegas do mestrado, estudantes de Cabo Verde, em Porto Alegre, às bibliotecárias, em especial, e ao pessoal técnico da Faculdade de Ciências Econômicas e da Escola de Administração da UFRGS, aos profissionais de A Promotora e vários amigos que indiretamente contribuíram para este feito. Os e-mails de apoio e companheirismo foram fundamentais.

## RESUMO

A relação entre a teoria e a prática é questão de muitas pesquisas em finanças. Ver até que ponto os ensinamentos da academia são aplicados na prática das empresas e mercado tem sido um desafio para muitos pesquisadores.

Quando falamos de financiamento de projetos, vários testes já foram feitos visando validar este ou aquele modelo na definição da fonte de recursos a utilizar e em que quantidade (estrutura de capital ótima), objetivando sempre em última instância maximizar o valor da empresa. Neste caso, o objetivo é a busca insistente de validar a teoria na prática das empresas.

Neste trabalho o foco está em analisar os critérios utilizados na seleção e encaminhamento dos projetos de investimentos e ver até que ponto os ensinamentos teóricos são respeitados neste processo no Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae-RS), Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul (BRDE) e a Companhia Riograndense de Participações (CRP).

Para atingir os objetivos almejados, desenvolveu-se uma pesquisa exploratória através do método estudo de caso, junto as três instituições em questão e aplicou-se um questionário com os clientes e participadas do BRDE e CRP. Os resultados indicam que as três instituições utilizam os ensinamentos teóricos em função das suas necessidades, tempo e qualificação dos quadros e que o BRDE e CRP são avaliados positivamente pelos serviços prestados à comunidade. Verificou-se, também, que o BRDE, como instituição de fomento utiliza uma combinação de critérios de maximização de valor para a sociedade e o empresário, e a CRP utiliza com maior ênfase os critérios de maximização de valor para empresário na hora de selecionar os projetos.

## **ABSTRACT**

The relationship between theory and practice is subject of many researches in finance. To see until what point the teaching academy are applied in the practice of companies and market have been a challenge for many researchers.

When we talk about projects financing, several tests were already done looking to validate this or that model in the definition of the source of resources to use and in what amount (optimal capital structure), focusing always to maximize the value of the company in the last instance. In this case, the objective is the insistent search to validate the theory in the practice of the companies.

In this work, the focus is to analyze the criteria used in the selection and direction of the investment projects, and see until what point the teaching theory are respected in this process within the Brazilian Service of Support to the Micro and Small Enterprise (Sebrae-RS), Regional Bank of Development of the Extreme-South (BRDE) and the Riograndense of Participations Company (CRP).

To reach the desired objectives, it was developed an exploratory research through the study case method, with the three institutions in question and it was applied one questionnaire with BRDE and CRP clients and participation. The results shows that the three institutions use the teaching theory in function of its necessities, time and qualification of the employees, and that the BRDE and CRP are positively evaluated by its services given to the community. It was also verified that the BRDE, as an aid institution, utilizes a combination of value maximization criteria for the society and the entrepreneur, and the CRP utilizes with a major emphasis the criteria of value maximization to the entrepreneur at the time to select the projects.

## SUMÁRIO

RESUMO.....	4
ABSTRACT .....	5
1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 Questão de Pesquisa.....	14
1.2 Objetivos .....	17
1.2.1 Objetivo-Geral .....	17
1.2.2 Objetivos Específicos .....	17
1.2 Hipóteses .....	18
1.4 Justificativa .....	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO .....	25
2.1 Organismos de Fomento ao Desenvolvimento .....	25
2.2 <i>Venture Capital Company</i> .....	27
2.3 Projetos de Investimentos.....	32
2.3.1 Resumo dos Principais Pontos de um Projeto .....	35
2.4 Avaliação de Projetos .....	37
2.4.1 Anos de Projeção.....	38
2.5 Projetos versus Decisão de Investimentos e Financiamento .....	39
2.6 Estrutura de capital .....	40
2.6.1 Modigliani e Miller (MM) e a Teoria tradicional .....	42
2.6.2 Influência dos impostos .....	44
2.6.3 Principais Modelos Teóricos de Estrutura de Capital.....	46
2.6.3.1 The Static Trade-off Model (STO) .....	46
2.6.3.2 <i>Pecking order</i> e Assimetria Informacional.....	48
2.6.3.3 Custos de Agencia e Custos de Falência.....	50
2.7 Evidência Empírica Recente .....	53
2.8 Critérios de Avaliação de Projetos.....	54
2.9 Análise de Rentabilidade, Sensibilidade, Simulação e .....	58
Árvore de Decisão .....	58
2.10 Teoria das Opções Gerais .....	61
2.10.1 Opções Reais como Ferramenta Estratégica.....	63
3 MÉTODO .....	66
3.1 Tipo de Pesquisa.....	66
3.2 Universo e Amostra.....	68
3.3 Seleção dos Sujeitos .....	73
3.4 Coleta e Tratamento dos Dados .....	73
4 ANÁLISE DOS DADOS .....	79
4.1 Análise do Trabalho de Campo.....	79
4.2 Análise das Instituições Pesquisadas .....	83
4.4 Análise dos Resultados do Questionário.....	85
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	91
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	99

<b>ANEXOS .....</b>	<b>104</b>
<b>ANEXO A - Roteiro de Entrevista, Questionários e Contrato de Acionistas.</b>	<b>105</b>
<b>ANEXO B – Resultados dos Questionários.....</b>	<b>106</b>
<b>ANEXO C - Outros .....</b>	<b>107</b>

## **Lista de Tabelas, Quadros, Gráficos e Figuras**

<b>Tabela 1: Participação das MPMEs na Indústria de Transformação (%) .....</b>	<b>21</b>
<b>Gráfico 1: Distribuição da Carteira de CONTEC por Número de Empresas.....</b>	<b>29</b>
<b>Quadro 1: Principais Diferenças Entre o Crédito Bancário e Capital de Risco.....</b>	<b>31</b>
<b>Figura 1: Elaboração de Projeto e Seu Custo .....</b>	<b>35</b>
<b>Tabela 2 – Estudos Recentes Relativos à Prática de Análise de Projetos.....</b>	<b>53</b>
<b>Tabela 3 – Estudos Longitudinais de Pike (1996) .....</b>	<b>56</b>
<b>FIGURA 2 Matriz de Mapeamento de Técnicas .....</b>	<b>64</b>
<b>Tabela 4 – Participação dos Investidores nos Fundos Administrados pela CRP.....</b>	<b>72</b>
<b>Tabela 5 – Números da Pesquisa Quantitativa .....</b>	<b>75</b>
<b>Tabela 6 - Necessidades de Aportar Capital das Instituições.....</b>	<b>86</b>
<b>Tabela 7 – Teste de Fisher para a Variável Necessidade de Aportar Capital.....</b>	<b>86</b>
<b>Gráfico 2 - Classificação dos Serviços Prestados pelas Duas Instituições.....</b>	<b>87</b>
<b>Gráficos 3 e 4 – Avaliação da Monitoração e o que se Alteraria nas Instituições.....</b>	<b>88</b>
<b>Tabela 8 – Teste U com as variáveis definidas pelas questões 8, 9,11,13, e 21.....</b>	<b>90</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Os países emergentes, caracterizados pela escassez de recursos financeiros, particularmente para investimentos de longo prazo, não podem contar, apenas, com a ação das instituições privadas ou a “mão invisível do mercado” de Adam Smith, na busca do crescimento e desenvolvimento econômico, bem-estar social, devendo o Estado assumir um papel complementar neste esforço.

O desenvolvimento é um processo complexo que exige a coordenação persistente dos vários agentes econômicos que nele intervêm, subentendendo um diálogo contínuo, já que, este é uma das únicas possibilidades de se chegar a um entendimento sobre esse processo. Como é, também, extremamente dinâmico requer uma flexibilidade e rapidez no ajustamento de suas diretrizes e instrumentos na mesma velocidade das alterações internas e externas. Sendo assim, submeter o processo de desenvolvimento às forças de mercado pode reduzir o seu alcance e frustrar os resultados que o mesmo poderia conduzir.

Neste sentido, para o desenvolvimento econômico temos um conjunto de instituições financeiras privadas como bancos comerciais e instituições de risco que se organizam com o propósito de gerar ativos financeiros e instituições de fomento que procuram viabilizar a criação de uma ampla gama de ativos produtivos sem perder de vista o monitoramento permanente da sua “saúde” financeira e a eficiência na gestão dos seus recursos.

Como qualquer investimento trabalha com a questão risco-retorno e tendo presente que países como o Brasil possuem riscos político e cambial, entre outros, muito grande, muito investimento precisam ser estimulado sob pena de não acontecerem, haja vista que os investidores são sensíveis a este pormenor. Vale citar, como exemplo, investimentos em pesquisas e desenvolvimentos que representam altos riscos e incertezas, tornando-os pouco atrativo.

Para investimentos que representam altos riscos e incertezas, em face de um mercado com escassez de recursos e resistência dos investidores privados em

participarem, a participação do Estado é fundamental, principalmente, em períodos de “arranque” do processo de industrialização.

Assim, pode-se afirmar que nas fases de desenvolvimento econômico dos países de recente industrialização, o apoio do poder público, aliado a um inter-relacionamento com o setor privado, tornou possível a promoção da capacitação tecnológica nacional e conferiu maior estabilidade ao empreendimento privado, criando uma condição necessária, porém ainda não suficiente, do desenvolvimento tecnológico para o sucesso da industrialização, crescimento econômico e desenvolvimento nacional.

Para o desenvolvimento tecnológico e capacitação empresarial as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) possuem um papel muito importante, uma vez que são agentes de mudança, com um papel crucial na inovação tecnológica. O surgimento de novas empresas orientadas para a inovação é o ingrediente fundamental para manter o dinamismo tecnológico necessário para o processo do desenvolvimento econômico. A este respeito cabe ao sistema financeiro cumprir o seu papel de selecionar os projetos inovadores que serão executados.

Diversos motivos costumam ser apontados para explicar as maiores dificuldades das MPMEs no mercado. Costuma-se mencionar, especialmente a falta de informações e inexperiência dos empresários destas unidades, os elevados custos de transação e, sobretudo, as dificuldades de acesso ao crédito. No geral, as MPMEs possuem mais dificuldade de acessar o mercado de crédito e num mercado onde as linhas de financiamento de longo prazo são praticamente inexistente (salvos as do BNDES<sup>1</sup>) estas terão mesmo que contar com o seu fluxo de caixa para financiarem o seu crescimento (prática comum entres as MPMEs)<sup>2</sup>.

Esta situação das MPNEs se deve, em parte, às imperfeições do mercado de capitais, que acabam criando uma dicotomia entre o custo de capital interno e o custo de capital externo. Esta dicotomia é determinada pela existência de forte

---

<sup>1</sup> Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

<sup>2</sup> Pesquisas indicam que as empresas pequenas, mantidas todo o resto constante, costumam apresentar taxas de alavancagem baixas se comparadas com as grandes.

assimetria informacional entre as empresas e os financiadores externos, estando os principais aspectos relacionados a isso derivados de seleção adversa e risco moral<sup>3</sup>.

Alguns estudos apontam que a inexistência de boas garantias em função das características de seus ativos acaba determinando que a utilização de dívida não seja apropriada para as pequenas empresas. Carpenter e Petersen (2001) concluem, no estudo que fizeram no mercado americano, que essas unidades possuem uma alavancagem de crescimento diretamente relacionada a sua capacidade de geração de caixa, ficando assim o crescimento restringido à capacidade de geração de caixa.

Portanto, o problema dessas unidades, querendo utilizar dívidas, inicia com as suas disponibilidades de financiamento no mercado. Mesmo que dominam o mercado, representando mais de 98% do mercado, não possuem as mesmas condições na captação de recursos, na medida em que, são vistos como as mais arriscadas, já que, estatísticas mostram que a maior parte “morre” nos primeiros anos de vida.

Sendo projetos inovadores, com longo prazo de maturação, elevados riscos embutidos, incertezas do mercado e falta de garantias de sucesso, o problema, ainda, é maior. Esses projetos pelas suas características, se forem bem-sucedidos, podem gerar altos rendimentos aos seus acionistas e conseqüentemente à economia do país.

Por essa razão, as micro, pequenas e médias empresas, inovadoras, demandam um tratamento especial e sendo assim a modalidade de capital de risco é a mais adequada para estes casos, na medida em que, são projetos que o valor corrente depende, principalmente, da oportunidade de crescimento futuro e por isso, geralmente, faz sentido evitar financiamento em dividas inicialmente.

A dinâmica da atividade financeira de capital de risco consiste em captar uma série de recursos procedentes de investidores públicos e privados e colocá-los à disposição de operadores especializados que os irão localizar e investi-los em empresas em troca de altos retornos no longo prazo.

---

<sup>3</sup> Risco de alguém omitir informações.

A constituição dos fundos da Companhia Riograndense de Participações-CRP<sup>4</sup>, como será visto mais a diante, espelha bem essa situação, já que se tem um conjunto de empresas privadas e instituições de fomento como o Sebrae, Sebrae-RS, BNDESPAR, BRDE, entre outros, como participantes dos fundos ou acionista como é o caso do BRDE.

O financiamento através desta modalidade é uma atividade nova, excetuando o mercado americano onde esta operação iniciou depois da Segunda Guerra mundial. No Brasil, a iniciativa mais desenvolvida de financiamento às pequenas e médias empresas, mediante a modalidade de capital de risco é realizada através do Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (CONTEC), pertencente ao BNDESPAR (BNDES Participações S.A). Suas operações estão orientadas a promover e impulsionar o desenvolvimento das pequenas e médias empresas, cujos produtos ou processos produtivos se consideram como inovadores e pioneiros.

Nesta linha, a criação de instituições de fomento como o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas-Sebrae e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul-BRDE têm um papel importante na promoção das micro, pequenas e médias empresas fornecendo-lhes: recursos (a taxas menores), assistência técnica, promoção, formação, encaminhamento, aconselhamento entre outros.

Paralelamente, instituições privadas como a Companhia Riograndense de Participações-CRP complementam essa promoção aliando-se a projetos que possuem perspectivas de maior retorno e que contam com uma gestão clara e bem capacitada, fornecendo-lhes: capital próprio, assistência técnica, administrativa e comercial contribuindo para o crescimento da empresa, retirando-se posteriormente, realizando capital com a venda da sua participação.

Esta participação no capital consiste em manter uma participação minoritária em reconhecimento de que são os empresários as pessoas mais indicadas para a gestão e direção das empresas que eles mesmos criaram<sup>5</sup>. Segundo Bascha (2000)

---

<sup>4</sup> Atualmente administra três fundos que envolvem no total R\$30 milhões, sob administração.

<sup>5</sup> A participação que a CRP aceita fazer nas empresas entre 10-40% mostra que o objetivo dela não é controlar a empresa mais sim fazer parte da gestão e realizar lucro com a saída.

o sucesso dos novos negócios depende muito do esforço do fundador. Neste sentido, o contrato com a empresa de capital de risco deve prever cláusulas que incentivem o empreendedor, até porque em muitos casos a reputação da *venture capital* depende da performance dos projetos.

As *Private Equity* ou *venture capital*, geralmente, não querem que o seu desinvestimento seja seguida de complicação financeira para a empresa participada e, sendo assim, este pormenor consta de um contrato de acionistas assinado (Anexo A<sup>6</sup>), entre as duas partes, definindo como vai processar-se a saída. Salienta-se que as *private equity* investem em empresas já existentes e as *ventures capital* em empresas Start-ups. No caso da CRP, ela se enquadraria nas duas definições.

Se nas instituições de fomento temos empréstimos ou proposição ao empréstimo nas *privates equity/venture capital* temos capitais próprios. Toda empresa precisa de uma combinação adequada de capitais próprios e de terceiros para poder ser mais eficiente financeiramente. Assim, pode-se dizer que o capital de risco responde à necessidade de capital próprio, mas não dispensa o recurso a outra forma de financiamento e, sendo assim, a existência de instituições complementares permitem que as empresas agreguem mais valor e tenham maior fôlego financeiro para investir e competir no mercado nacional e internacional. Além disso, possibilita a *venture capital* maior disponibilidade de recursos, para investir na atividade produtiva e diversificar melhor as suas aplicações.

Para financiarem ou proporem ao financiamento os projetos das empresas, nestas instituições, são submetidas a uma seleção e avaliação detalhadas, em que os números são checados e as premissas confirmadas levando à proposição ou rejeição destes. A forma como esses projetos são selecionados e avaliados vai ao encontro das pretensões das instituições: realizar capital ou realizar capital e contribuir para o crescimento econômico aliado à melhoria das condições sociais, o maior problema dos países emergentes.

Neste estudo, o objetivo central consiste em verificar, comparativamente, se os critérios de seleção e encaminhamento de projetos de investimentos em outras

---

<sup>6</sup> Este Exemplo foi desenvolvido pelo Autor com base em experiências e contratos de *ventures* europeia. Este apresenta os principais pontos, normalmente, encontrados num acordo de acionistas.

empresas, sejam elas dívidas ou ações, adotadas no geral e em específico no Sebrae-RS, CRP e o BRDE estão de acordo com a teoria. Gil (1999) cita que: “o método comparativo procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, com vistas a ressaltar as diferenças e similaridades entre eles” (p. 34). Sendo assim, buscar-se-à as convergências e divergências nesta questão, bem como as respectivas explicações.

### 1.1 Questão de Pesquisa

Considerados como uma das alavancas fundamentais ao crescimento das empresas e do progresso econômico dos países, o processo da decisão de investir deve ser considerado no quadro geral das políticas das empresas e países e minuciosamente estudado, de forma a inferir a oportunidade, interesse e retorno da sua efetivação.

A seleção e encaminhamento dos projetos de investimento integram etapas ao longo das quais se recolhem dados, compila, simula, calcula e efetuam análises que vão permitir aferir da sua viabilidade técnica, econômica e financeira.

Instituições como a CRP, para além de toda a avaliação econômica e financeira, precisam perceber que o(s) empreendedor(es) que estão por trás do projeto ou empresa oferecem garantias de sucesso. Por outro lado, os bancos sejam eles comerciais ou de fomento têm nas garantias o meio de precaverem-se contra eventualidades. Ou seja, as *ventures capitals* não tomam garantias, mas associam-se assumindo todos os riscos do negócio, junto com os empreendedores e, por essa razão, possuem uma atuação mais ativa ao nível de gestão e um cuidado especial com monitoramento.

De um modo geral, pode-se dizer que a ação de investir envolve a troca de uma certeza (a renúncia a uma satisfação imediata e segura) por uma série de esperanças repartidas no tempo. Assim concebido, o investimento compreende um sujeito, pessoa física ou jurídica (que investe), um objeto (que é investido), o custo da privação e o valor de uma esperança.

Projetos com cunho eminentemente financeiro, onde os números se justificam por si e a multidisciplinaridade é esquecida, são comuns. Ou seja, é comum

encontrar projetos que atendem aos quesitos financeiros e, na maioria das vezes, esse é enfatizado como se fosse o ponto principal, esquecendo que deste devem ser considerados o marketing, a produção, os recursos humanos e as organizações entre outros sob pena de falhar, colocando a perder todo ou grande parte do investimento realizado.

Esta, certamente, é uma das razões que fazem com que a maioria das propostas de investimentos submetidas aos investidores de capital de risco e algumas agências de fomento sejam descartadas logo de primeira, não podendo assim ser submetidas a uma elaboração mais aprofundada e conseqüentemente ao financiamento. Isto acaba complicando ainda mais a situação das MPMEs na captação de recursos no mercado, situação essa complicada pelas razões já citadas na introdução.

Em muitos casos, as MPMEs apresentam bons projetos, mas como, geralmente, não é feito um trabalho de integração entre as várias áreas de gestão, perspectivas de mercado, resultados a serem atingidos e um empreendedor capacitado por trás, acabam por isso sendo descartados.

Uma idéia enquadrada num mercado, gestão, meio ambiente, engenharia financeira, preço, custo, vendas, clientes, um espírito empreendedor por trás entre outros é o mínimo que precisa ter um projeto ou plano de negócio para poder despertar interesse de instituições financeiras, principalmente, um investidor de risco.

As *ventures capitals* ao “abraçarem” um projeto submetem-no a uma avaliação, visando a sua análise, para que se possa minimizar os riscos e incertezas garantindo assim, em parte, a possibilidade de maximização de valor para os empresários (incluindo aí o capitalista de risco).

A grande questão neste ponto é saber até que ponto o aprofundamento de um estudo, nestas instituições, considera os ensinamentos da academia e não criam rotinas que não espelham a realidade dos empresários e leva em consideração as dificuldades das MPMEs na captação de recursos no mercado?

Copeland; Koller e Murin (2000) colocam que as flutuações a que estão

sujeitos os países emergentes, econômica, política e socialmente exigem que as decisões econômicas e financeiras sejam tomadas considerando a flexibilidade para possíveis mudanças que possam ocorrer no desenrolar da execução dos mesmos. Estas flutuações, fruto do sistema capitalista, na maioria das vezes, são desconhecidas pelos empreendedores e, sendo assim, essas (des)contínuas mudanças no ambiente podem levar ao fechamento de uma empresa.

Neste sentido, em se tratando de projetos de investimentos, a sua elaboração, visando a sua análise, técnicas como: análise de sensibilidade, simulação de Monte Carlo, Árvore de Decisão e Avaliação de Ações reais são apontados como ferramental disponível, para dar mais visibilidade e flexibilidade aos projetos e se os empreendedores não utilizam-na cabe às instituições financeiras sugerir e utiliza-las com o intuito de melhorar o projeto.

Estas “ferramentas” poderão ser utilizadas, em função das incertezas do mercado e flexibilidade que se pretende dar ao projeto, com o objetivo de torná-los mais flexíveis às contingências do meio, minimizando, desta forma, os riscos que sempre envolvem um projeto de investimento, aumentando as chances de retorno para o investidor de risco e as proposições das quais se vale uma instituição de fomento.

Buarque (1994) coloca as instituições de fomento em função dos objetivos que nortearam a sua criação, que foram: criar formas básicas de financiamento ao setor privado; contribuir para o desenvolvimento econômico do país; preencher algumas limitações do mercado tais como a escassez de recursos financeiros, fruto do baixo nível de poupança nacional tiveram que definir critérios próprios de avaliação de projetos buscando um casamento entre a maximização de valor para o empresário e a sociedade.

Esta preocupação é um pouco diferente das entidades privadas, como as *ventures capital*, na medida em que estas buscam, principalmente, altos retornos que justificam os seus investimentos ou garantias, no caso dos bancos. Será que na prática existe esta diferença nos critérios utilizados entre essas instituições?

Portanto, mesmo com tudo o que a teoria aconselha como técnica de minimizar as incertezas dos projetos de investimentos dando-lhes maior flexibilidade



e possibilidade de sucesso, estes, na grande maioria, apresentam, apenas preocupações financeiras, esquecendo que o sucesso financeiro depende de premissas sólidas e, sendo assim, as finanças são apenas conseqüências de pressupostos bem definidos. Neste ponto, as instituições financeiras desempenham um papel importante na seleção, uma vez que cabe a eles selecionar, através do emprego de métodos, procedimentos e técnicas, entre outros, aqueles que devem ser implementados com maiores chances de contribuir para o desenvolvimento econômico dos países, sem perder de vista que as MPMEs possuem grandes dificuldades em acessar a mercado de dívidas.

As questões de pesquisa, neste caso, são: ver até que ponto a teoria sobre os critérios de seleção de projetos são utilizados na prática destas instituições, na seleção e avaliação de projetos de investimento que são aceitos para uma possível participação, financiamento e proposição ao financiamento; verificar se existe, verdadeiramente, diferenças nas abordagens utilizadas entre a CRP (instituição privada e de risco) e as duas instituições de fomento e; ver até que ponto os seus procedimentos internos não criam rotinas que não espelham a realidade dos empresários.

## **1.2 Objetivos**

### **1. 2.1 Objetivo-Geral**

Verificar se os critérios de seleção e encaminhamento de projetos de investimentos, em outras empresas financiadas, seja ela dívida ou ações, adotadas no geral e em específico no Sebrae-RS, BRDE e CRP estão de acordo com a teoria.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Estudar os critérios utilizados na seleção e encaminhamento de projetos de investimentos;
- Examinar comparativamente os critérios utilizados pelo Sebrae-RS, BRDE e CRP diante da teoria;
- Traçar um perfil comparativo e analisar as percepções e posições dos clientes e participadas do BRDE e CRP, em relação aos seus métodos utilizados na

seleção de projetos;

## 1.2 Hipóteses

Tendo presentes estes objetivos as hipóteses são assim descritas:

H<sub>0</sub>: O motivo que faz as participadas e clientes da CRP e BRDE aportarem capital é a mesmo.

H<sub>1</sub>: O motivo que faz as participadas e clientes da CRP e BRDE aportarem capital é diferente;

H<sub>0</sub>: Instituição de fomento como o BRDE, utiliza, na seleção de projetos, os mesmos critérios de maximização de valor do que a CRP;

H<sub>1</sub>: Instituição de fomento como o BRDE, utiliza, na seleção de projetos, critérios de maximização de valor diferentes;

H<sub>0</sub>: Os clientes do BRDE e a CRP avaliam da mesma forma os serviços prestados por estas instituições;

H<sub>1</sub>: Os clientes do BRDE e a CRP não avaliam da mesma forma os serviços prestados por estas instituições;

H<sub>0</sub>: A forma de monitoração ou acompanhamento da CRP é avaliada da mesma forma que a utilizada pelo BRDE;

H<sub>1</sub>: A forma de monitoração ou acompanhamento da CRP é avaliada de forma diferente que a utilizada pelo BRDE;

## 1.4 Justificativa

O problema de muitos projetos inicia-se na sua concepção enquanto planos de investimentos que, segundo Galesne; Fensterseifer e Lamb (1999) consistem para as empresas, em comprometer capital, de formas diferentes, de modo durável, na expectativa de manter ou melhorar a situação econômica.

Bodie; Kane e Marcus (2000) defendem por seu turno que qualquer investimento envolve um certo grau de incerteza sobre os retornos futuros dos períodos de manutenção do investimento e, na maioria dos casos, esta incerteza é

considerável. Ainda, segundo os mesmos autores (op. cit.) as causas de risco em projetos de investimentos vão das flutuações macroeconômicas às mudanças dos destinos de várias indústrias e desenvolvimentos inesperados de um ativo em particular.

Não querendo considerá-los como uma caixa preta, Brealey e Myers (2000), o estudo de viabilidade econômica e financeira é uma das principais etapas para a execução de um projeto de investimento. Este deve anteceder a decisão de investimentos, decisão essa que segundo Woiler e Mathias (1996) é complexa e envolve aspectos interdisciplinares.

No projeto, busca-se “traduzir” uma idéia, aspiração, desejo entre outros de um investidor, num plano, integrando o econômico ao financeiro, destacando um todo coeso que vai demonstrar a viabilidade ou não, com o emprego de algumas ferramentas financeiras (na elaboração e análise) que devem ser incorporadas às ferramentas contábilísticas (no acompanhamento), para que o projetado e o executado possam ser compatíveis. Segundo Brasil e Brasil (1993) *“para ser funcional, a contabilidade tem que deixar transparecer, na estrutura dos seus vários demonstrativos, a imagem da empresa nos níveis operacional, tático e estratégico (p. 2).* Para além da avaliação econômica e financeira, de um projeto, deve constar:

- **A avaliação técnica:** relatórios técnicos, validando os equipamentos selecionados para implementar o negócio;
- **Comercial:** mercado, setor, concorrência entre outros.
- **Social:** número de empregados, custos e benefícios sociais do empreendimento;
- **Ambiental:** impactos ambientais e cuidados a ter com a natureza entre outros.

Estes dois últimos pontos levam Contador (1997) a afirmar que os economistas concordam que os países menos avançados são caracterizados por grandes divergências entre os preços normalmente praticados no mercado e os chamados preços sociais. Isto significa que as conclusões normalmente obtidas com a avaliação de projetos pelos empresários e setor privado, em geral, não coincidem

necessariamente com aquelas obtidas por uma avaliação que considere a sociedade como um todo. Isto se deve à preocupação, quase que exclusivamente, com a maximização do valor do empresário e pouca ou nenhuma preocupação com a maximização do valor para a sociedade.

Segundo Puga (2000) a globalização trouxe alguns efeitos negativos para as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), mas é cada vez mais definido o lugar destas no século XXI. A nova economia global caracteriza-se por: diminuição das barreiras ao comércio e formação de blocos regionais; maior uso das informações e conhecimento; deslocamento às atividades orientadas pelos serviços; *downsizing* das grandes organizações, fusões e alianças entre as empresas ante essa reestruturação.

Ainda segundo o mesmo autor, isso tudo tem reduzido as oportunidades de emprego, fazendo com que, cada vez mais, as pessoas que estejam fora do mundo do trabalho criem seu próprio negócio. Para além deste fato, o processo de terceirização de atividades nas grandes empresas, também, tem estimulado o crescimento das micro, pequenas e médias unidades. A tabela 1 evidencia a participação das MPMEs na indústria de transformação de alguns países.

**Tabela 1:** Participação das MPMEs na Indústria de Transformação (%)

País	Empresa/Estabelecimento	Nº Empregados	% de Empresas	% de Empregados
Brasil (1994)	Empresas	(1-500)	99,3	59,1
Estados Unidos (1993)	Empresas	(1-500)	98,6	38,5
Itália (1992)	Empresas	(1-500)	99,8	81,0
Taiwan (1991)	Empresas	(1-500)	99,7	77,8
Alemanha (1993)	Estabelecimento <sup>7</sup>	(1-500)	95,0	52,8
Canadá (1994)	Estabelecimento	(1-500)	98,6	74,8
Coréia do Sul (1994)	Estabelecimento	(4-500)	98,7	66,7
Japão (1994)	Estabelecimento	(4-500)	99,5	78,4
Reino Unido (1994)	Estabelecimento	(1-500)	99,2	63,7
México	Estabelecimento	(1-250)	99,1	55,9

**Fonte:** OECD; EBGE (1995); Abe e Kawakawi (1997); Inegi (1997).

Em todos os países pesquisados, essas unidades representam mais de 98% do número de empresas e estabelecimentos da indústria de transformação e, com exceção dos Estados Unidos, as MPMEs empregam mais da metade dos trabalhadores do setor.

Neste sentido, sem dúvida nenhuma que os pequenos negócios são uma característica das economias moderna. Com sua estrutura ágil e flexível, podem atender, rapidamente, às necessidades cada vez mais diversificadas dos consumidores e ao mesmo tempo, tem maior facilidade de adaptação aos problemas macroeconômicos.

<sup>7</sup> Por definição, o tamanho médio das empresas é maior do que dos estabelecimentos.

Conforme Longenecker, Moore e Petty (1997):

*“Elas produzem uma parte substancial<sup>8</sup> do total de bens e serviços. Assim, sua contribuição econômica geral é similar àquela das grandes empresas. As pequenas empresas, entretanto, possuem algumas qualidades que as tornam mais do que versões em miniatura das grandes corporações. Elas oferecem contribuições excepcionais, na medida em que, fornecem novos empregos, introduzem inovações, estimulam a competição, auxiliam as grandes empresas e produzem bens e serviços com eficiência. (p. 34)*

No seu conjunto, esse segmento é pujante. Isoladamente, no entanto, essas unidades precisam de assistência administrativa e técnica, na forma de mecanismos institucionais de apoio, que lhes ofereçam permanência num mercado em constante aprimoramento.

Capacidade gerencial, absorção e desenvolvimento de tecnologia, fixação de sistemas de controle de custos e produtividade e qualidade dos recursos humanos, aliados a adequadas condições para obtenção de créditos e financiamento, constitui fatores indispensáveis para o florescimento de pequenos negócios, em mercados crescentemente sofisticados e exigentes.

No caso específico das unidades de menor porte, há duas visões contraditórias: na ótica tradicional, elas impõem custos excessivos para a economia como resultado de escalas de produção ineficientes, que implica baixa produtividade e baixos salários para os seus trabalhadores; e, em outra perspectiva, pequenas unidades, nascentes, são vistas como agentes de mudança, com um papel crucial na inovação tecnológica em contrapartida (Audretsch *apud* Najberg; Puga e Oliveira 2000).

No estudo de Najberg; Puga e Oliveira (op. cit.) sobre a sobrevivência das Firms no Brasil entre dezembro de 1995 a dezembro de 1997 concluíram que enquanto a taxa de mortalidade das microunidades<sup>9</sup> foi de 25,3% para o período

---

<sup>8</sup> No Brasil representam 98% das empresas existentes, 28% no faturamento, 20% do PIB e 29% das empresas exportadoras. Fonte: Elaboração a partir de dados do IBGE, FUNCEX, PNAD e RAIS/MTB (1994,1995 e 1996).

<sup>9</sup> De acordo com Seade/Sebrae no estado de São Paulo, 36% das micro e pequenas empresas fecham as suas portas antes do primeiro ano de existência, 11% antes do segundo ano e 10% antes do terceiro ano. Gazeta Mercantil 23/03/2001, p. A2.

dez. 1997/dez. 1996, nas grandes unidades essa taxa foi de somente 4,5% (...) Mesmo assim, há nas microunidades bem-sucedidas a criação líquida de emprego.

Num estudo realizado nos Estados Unidos entre 1990 e 1995 (Small Business Administration-SBA, 1998c) 99,9% das empresas que morreram neste período eram micro, pequenas e médias empresas. Entretanto, apesar de morrerem mais, o número de nascimentos foi proporcionalmente maior, ou seja, a taxa de mortalidade e natalidade neste período foi de 30,2% e 35,1% no caso das micro, pequenas e médias empresas e 11,9%, e 10,2% no caso das grandes unidades.

O que parece estar faltando às MPMEs é um planejamento estratégico que deve contemplar uma série de fatores complexos, mas não impossíveis, dentre os quais sintetiza-se: análise das forças ambientais (comportamento do consumidor, padrões de preferência entre outros), governamentais (leis), econômicas (taxas de juros) e mudanças no ambiente competitivo. Um outro fator relevante é a análise do mercado.

Neste sentido, analisar os critérios utilizados pelas instituições na seleção e encaminhamento dos projetos das micro, pequenas e médias empresas poderão dar-nos algumas sinalizações dos porquês dessa alta taxa de mortalidade, já que essas instituições deveriam suprir, em parte, essa carência. Segundo Pinto (1996), adotando a interpretação da escola evolucionista, o ambiente, através das instituições de fomento e de crédito, tem um importante papel no sentido de selecionar as empresas que sobreviverão e aquelas que serão extintas. Ou melhor, o sistema financeiro tem um papel fundamental porque é dele a responsabilidade, em última instância, de selecionar as inovações que serão ou não implementadas através da decisão acerca da concessão dos financiamentos necessários. Sendo assim, alguma responsabilidade com essa taxa terá que ser atribuída a ela.

Astebro e Bernhardt (2001) apontam alguns motivos para o financiamento externo predizer a sobrevivência de uma empresa:

- Financiamento diminui as restrições financeiras no investimento;
- Vários sócios podem ser indicativos de sobrevivência, por existirem mais pessoas comprometidas e diversidade de habilidades dos sócios;

- Maior investimento dos sócios (*equity*) contribui para maior viabilidade do negócio, reduzindo a vulnerabilidade e flutuações na receita;
- Empresas situadas em setores com aparente vantagem para grandes companhias ou fábricas teriam menor chance de sobrevivência.

Estas questões chamam a atenção sobre a importância dos financiamentos externos na sobrevivência das empresas. Em se tratando dos MPMEs, o capital externo é importante mas não deve ser visto como determinante na sobrevivência. Mesmo não sendo determinante, a importância das instituições na seleção e encaminhamento daqueles que buscam financiamento é inquestionável, uma vez que as micro unidades possuem muitas dificuldades nesta questão.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Organismos de Fomento ao Desenvolvimento

Segundo a Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento-ABDE (1994) as instituições financeiras de desenvolvimento surgiram no século passado na França, sendo que a *Crédit Mobilier*, criado em 1852, é o primeiro exemplo do gênero. Através da captação de depósitos e a venda de ações das empresas financiava, mobilizava recursos que eram direcionados para projetos de investimentos de longo prazo, tanto para indústria como para infraestrutura.

Na França do século XIX, as empresas industriais e bancos tinham base familiar, razão que levava à necessidade de que novos recursos fossem supridos com capital próprio. Com a criação da *Crédit Mobilier*, surgiu um novo conceito de banco, responsável por investimentos de longo prazo em infra-estrutura para o desenvolvimento econômico e a promoção da industrialização, mediante incentivos às sociedades por quotas. A *Crédit* teve sob a sua incumbência, também, mobilizar recursos por meio da emissão de obrigações e notas promissórias. Com esse procedimento, os bancos comerciais tornaram-se universais, com o objetivo não apenas de intermediar poupanças, mas também, de obter lucros a partir dos investimentos feitos em empreendimentos de riscos.

Os bancos de investimento franceses (*banques d'affaires*) atuavam na criação e na direção de grandes empresas, participando desta forma na gestão e lucro da atividade produtiva. Essas instituições tinham a incumbência de lançar e financiar empresas comerciais e industriais, sendo que, os depósitos eram de importância secundária, e muitas aceitavam que eles fossem provenientes de bancos estrangeiros ou de companhias que eles próprios haviam criado ou financiado. Apesar da sua duração efêmera, a *Credit Mobilier* transformou-se em modelo para bancos similares na Alemanha, Áustria e Itália.

No Brasil, a primeira instituição do gênero foi criada na década de 50, período de intenso desenvolvimento econômico e social, baseado no denominado modelo de substituição de importações, centrado no papel do estado como agente financiador e

protetor da economia privada nacional. O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES foi a primeira instituição de fomento do país, tendo como papel captar recursos do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), de outras instituições internacionais, bem como da poupança doméstica e repassá-las para o financiamento do desenvolvimento.

Na década de 60 por discordância de alguns governadores em relação à política nacional de desenvolvimento, começaram a surgir os bancos regionais de desenvolvimento, tais como: o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), o Banco da Amazônia S/A (BASA) e o Banco de Desenvolvimento do Extremo-Sul (BRDE). Reforçando estas instituições, na mesma década, e início da década de 70, surgiram os bancos estaduais de desenvolvimento.

O Sebrae criado, também, na década de 70 é uma agência de fomento empresarial não-financeira e de natureza privada. Em 1990, desvinculou-se do Governo Federal passando a ser um instrumento da própria iniciativa privada, em consonância com o espírito do Programa Nacional de Desestabilização (PND). Suas políticas de atuação estão, no entanto, em perfeita sintonia com os objetivos governamentais de aumento da qualidade e da produtividade das empresas.

Esses organismos foram criados com o objetivo de combater um dos entraves principais ao desenvolvimento econômico que é a escassez de recursos financeiros para financiar o desenvolvimento industrial dos países em desenvolvimento e capacitar os empresários no sentido de pegarem o *filin* do negócio e concorrer na escala nacional e internacional.

Como o nível de poupança nacional é baixo e não existe um mercado secundário de títulos estruturado e com liquidez, para dívidas de longo prazo, a criação de organismos de fomento foi a saída encontrada para financiar e propor investimentos que geram retorno no longo prazo (logo vistos como muito arriscados) e que sejam fundamentais ao desenvolvimento econômico e social, permitindo a expansão econômica e evitando o círculo vicioso de pobreza a que a economia fica sujeita.

Desta forma, para romper o círculo vicioso e impulsionar a economia, uma vez que a poupança e os investimentos eram fracos, a solução seria fazer com que

o setor público suprisse essa falta e investisse no setor produtivo. Neste sentido, o setor público desenvolveu duas formas básicas de financiamento do setor privado. Uma seria indireta, através de isenção de impostos e uma outra modalidade seria diretamente, através do fornecimento de recursos com baixas taxas de juros, já que chega ao destino com menor custo de intermediação.

No entanto, se as formas de financiamento são essas duas os métodos de fazer os recursos chegarem até o privado são diversos. O mais utilizado é feito através de organismos financeiros de fomento, que financiam projetos com baixas taxas de juros. Vale frisar que, devido ao limite de capital, o financiamento, nestes casos, não pode ser generalizado indiscriminadamente a todas as empresas. Para isso, as agências que participam do sistema são obrigadas a usar critérios de seleção de projetos, a serem financiados, e essa seleção é feita mediante um estudo e avaliação detalhados de projetos submetidos ao financiamento.

Com a crise do modelo de desenvolvimento, nos anos 80, as instituições de fomento entraram em decadência gerando o seu enfraquecimento. Com isso, os bancos privados assumem a função de financiadores de investimentos, mas não conseguem preencher o espaço das instituições de fomento dadas sua natureza pública, já que operam de forma muito seletiva e regem a sua gestão por critérios de maximização de lucros e não por políticas de desenvolvimento, criando falhas no mercado, justificando a existência de instituições de fomento para impulsionar o desenvolvimento econômico com equilíbrio social.

## **2.2 Venture Capital Company**

A *venture capital*, expressão anglo-saxônica que deu origem ao termo capital de risco, é um tipo de instituição financeira que se associa a empresas; têm perspectivas de altos retornos, dando aporte financeiro e prestação de assistência técnica, administrativa e comercial visando o seu crescimento para uma retirada *a posteriori* realizando a mais valia pela venda da sua participação.

Estudos recentes segundo Repullo e Suarez (1998) indicam que as *ventures capitalists* intervêm ativamente na gestão das empresas *start-ups* que implementam juntos com os empresários. Isto se deve ao fato de que parte do seu papel, enquanto financiador, consiste em negociar com as empresas as condições em que

as infusões sucessivas de capital ocorrem, como também uma ativa monitoração das decisões gerenciais como qualquer outro financiador.

Entretanto, adicionando a isso as *ventures capitalists* agem como promotores e consultores das participadas, especialmente em assuntos como seleção de pessoas qualificadas ou negociando com consumidores/fornecedores podendo a empresa beneficiar-se das experiências, contactos e reputação que a *venture capital* tenha adquirido em participações anteriores.

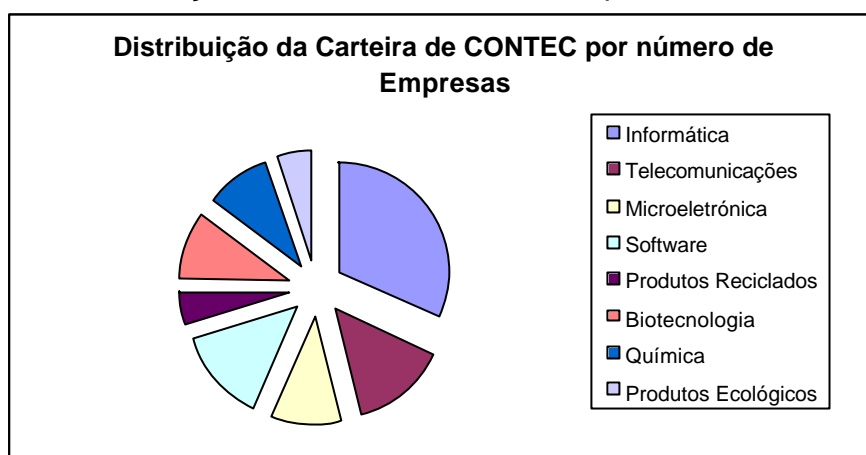
De acordo com a pesquisa conduzida por Gorman e Sahlman em 1989 (apud Repullo e Suarez 1998), as *venture capitalists* (no mercado americano) despendem 100 horas por ano em contato direto individual com suas participadas e têm sob a sua responsabilidade aproximadamente dez firmas, cada. Isto dá uma idéia da grande porção de tempo e esforço devotado às empresas que financiam.

A expressão capital de risco é considerada por muitos como infeliz, dado acentuar a vertente risco, enquanto a expressão original põe mais ênfase no aspecto dinâmico e inovador dos investimentos efetuados, tendo implícito o fato de estes acarretarem maior risco.

A primeira sociedade de capital de risco foi criada em 1946, a *American Research and Development (ARD)*, com o objetivo de adquirir participações em pequenas e médias empresas. O seu sucesso provocou uma generalização desta atividade nos Estados Unidos e na Europa, vindo a ter um grande peso no PIB destas regiões<sup>10</sup>, principalmente nos setores de inovação tecnológica. No Brasil, de acordo com a distribuição setorial das características dos investimentos, da CONTEC, se observa, também, uma maior concentração dos investimentos do capital de risco em empresas do setor de tecnologia mais avançada como a informática seguida de equipamentos e sistemas de telecomunicações, como demonstra o gráfico 1, a seguir.

---

<sup>10</sup> Em 2000, as *private equity* e *venture capital* aplicaram US\$100 bilhões de dólares no mercado americano. Gazeta Mercantil 16/07/2001, p. 16.

**Gráfico 1:** Distribuição da Carteira de CONTEC por Número de Empresas

**Fonte:** Revista BNDES n 7, junho de 1997.

A aceitação e sucesso, dessa modalidade de financiamento, fizeram com que a importância dos investidores de risco na dinamização do investimento produtivo e na reestruturação empresarial surgisse, mesmo que indiretamente, como instrumento de política econômica e empresarial.

Segundo Cumming (2001), num estudo realizado no mercado canadense, certas empresas de capital de risco têm tendência a investir em determinados tipos de empresas, com perfil definido. Os principais aspectos são:

- Investidores privados independentes não possuem foco definido em termos de preferência por estágio de desenvolvimento da firma investida;
- Investidores corporativos visam investir nos estágios mais avançados, bem como financiar empresas com volumes maiores e mais empregados, comparado com os outros;
- Fundos governamentais e fundos híbridos são mais receptivos a investir nos estágios iniciais de desenvolvimento das empresas, bem como investir em negócios relacionados aos setores de maior tecnologia;
- Todos os investidores de capital de risco parecem preferir investir volumes pequenos e investir nas primeiras rodadas de investimento;

Ainda segundo Cumming (2001) as taxas de juros determinam que alguns tipos de empresas escolham capital de risco em vez de bancos como forma de financiamento. As empresas inovadoras enquadram-se neste grupo de empresas.

É importante explicitar algumas questões que geralmente são confundidas em relação à atuação das *venture capital* tais como:

- A participação é, na grande maioria, no capital social e, assim, detendo uma participação acionária na empresa;
- Geralmente, a participação é minoritária visto que o objetivo não é controlar a empresa mais, sim, apoiar o financiamento de uma determinada atividade;
- A participação é temporária, tempo considerado adequado para o desenvolvimento dos projetos financiados;
- A perspectiva é de médio a longo prazo, já que a *venture capital* não faz apenas uma mera aplicação de fundos de curto prazo, mas envolve-se na operação e na empresa em que está investindo e;
- O objetivo é geralmente realizar ganho de capital com o desinvestimentos.

Inicialmente, a modalidade mais utilizada pelos investidores de riscos, para entrar nas sociedades, era a participação acionária direta. Com o tempo, experiências adquiridas e como resultado dos avanços da “engenharia financeira” optou-se por outras modalidades que podiam fornecer maior liquidez e uma remuneração adequada ao capital investido, como através de debêntures que permitem uma melhor visibilidade do investimento e oferece uma alternativa adicional de liquidez aos investimentos.

Experiências internacionais mostram que as empresas apoiadas pelos investidores de risco crescem, na média, significativamente mais do que as demais empresas. Isso, certamente, deve-se à combinação do aproveitamento das oportunidades proporcionadas pelo capital obtido com estes investidores, aliado ao acesso à experiência e aconselhamento que serão proporcionados pelos investidores de risco. A *venture capital* busca, como acionista, contribuir para o aumento do valor da empresa para os seus proprietários.

No entanto o capital de risco não é a solução adequada para todas as necessidades financeiras das empresas, uma vez que qualquer empresa precisa de uma combinação adequada de capital próprio e de terceiros. Este suprime parte das necessidades da empresa em capital próprio<sup>11</sup>, mas não dispensa o recurso a outras formas de financiamento como, por exemplo, o crédito bancário. O quadro 1 apresenta as principais diferenças entre o capital de risco e o crédito bancário.

**Quadro 1:** Principais Diferenças Entre o Crédito Bancário e Capital de Risco

<i>Venture Capital</i>	Empréstimo Bancário
Perspectiva de médio a longo prazo	Perspectiva de curto e longo prazo
Permanente até a saída	Por prazo limitado, podendo, normalmente, o reembolso ser exigido a qualquer momento se a empresa tiver a sua situação financeira degradada, levando ao descumprimento de alguma obrigação contratual.
Fornecer uma base de capital próprio para financiar o crescimento da empresa, nomeadamente em períodos em que a capacidade de gerar <i>cash flows</i> é limitada.	Fonte de financiamento adequada se a empresa se encontra moderadamente endividada e com boa capacidade de gerar <i>cash flows</i> .
Não exige pagamentos regulares de montantes determinados.	Exige pagamentos regulares de juros e principal.
A remuneração deste investidor depende do sucesso e valorização da empresa.	A remuneração do credor depende da capacidade da empresa em gerar <i>cash flows</i> que supere o serviço da dívida.
Se o negócio falhar, o investidor de capital de risco é mais um entre os sócios, podendo perder o seu investimento.	Se o negócio falhar, o produto da liquidação dos ativos destina-se, em primeiro lugar, a satisfazer os créditos e, em particular, àqueles que gozam de garantias.
Geralmente, o investidor de risco contribui com a sua experiência e aconselhamento na empresa, podendo até ter acento no conselho de administração.	No geral, a relação do credor com a empresa é meramente financeira.
O investidor de risco goza dos mesmos direitos que os demais sócios, nomeadamente do direito de votar em assembleia geral, e pode pretender, por vezes, envolver-se na gestão da empresa.	A capacidade de interferência na vida da empresa por parte do credor resulta, essencialmente, de condicionamentos que este imponha no contrato de financiamento à sua liberdade de atuação.

**Fonte:** Elaborado com base em *folders de ventures capitals*.

<sup>11</sup> Nas empresas inovadoras e *start-ups* com forte potencial de crescimento, como a dívida não é uma forma de financiamento recomendável, o capital de risco se apresenta como uma ótima alternativa.

Vale acrescentar que, como os demais, estas duas formas de financiamento não são mutuamente exclusivas. Neste caso específico, uma sólida base de capitais próprios, maior monitoração e, conseqüentemente, uma gestão mais aberta ao mercado, conseguida com a entrada da *venture capital* para uma sociedade, funcionam, muitas vezes, como um facilitador na obtenção de outras formas de financiamento.

### **2.3 Projetos de Investimentos**

Um projeto inicia-se com uma idéia de investir uma certa quantidade de capital na produção de um determinado bem ou serviço. Esta idéia precisa ser desenvolvida por um estudo que possui várias etapas, inclusive a etapa final onde se estudam as operações da execução do projeto.

No geral, o processo de elaboração e execução de um projeto, ao longo do tempo, segundo Buarque (1994), deve seguir fases distintas: a identificação da idéia, o estudo da previsibilidade, o estudo da viabilidade, o detalhamento da engenharia e a execução, sendo que as três primeiras fases é que são mais importantes no quadro deste estudo.

Durante a fase de identificação, deve-se caracterizar, de forma preliminar, a concepção da idéia, dando embasamento, ou não, ao estudo. No caso de ser aceito, o projeto é aprofundado, realizando-se um estudo de previsibilidade, durante o qual é elaborado um estudo preliminar, com base em dados não, necessariamente, definitivos ou complexos.

Somente no caso dessa previsibilidade justificar o investimento em carteira é que se parte para a elaboração do estudo de viabilidade, sendo que a estrutura e apresentação de um projeto dependem daqueles que o elaboram. Buarque (1994) acrescenta que cada uma das fases deve conter pelo menos as seguintes etapas: estudo de mercado, um estudo do tamanho e localização, a engenharia, uma análise do custo e receitas e uma avaliação do mérito do projeto: financeiro, econômico e social.

Essa questão do mérito é importante, uma vez que, os projetos irão funcionar dentro de um sistema empresarial capitalista e, sendo assim, é necessário que



apresentem uma rentabilidade que justifique a sua realização por parte do empresário e apresente vantagens para a coletividade.

No caso de um investidor de risco o aprofundamento do estudo pressupõe um bom plano de negócio, redigido recorrendo a vocabulários simples, claro, evitando o uso de linguagens robustas e demasiadamente técnica. Isto se deve ao fato desse plano ser, geralmente, lido por pessoas que têm formação e experiência na área financeira não dominando os aspectos técnicos do negócio da empresa.

O plano preliminar deve apresentar uma síntese do plano de negócio, onde no geral o investidor de risco vai formar a sua primeira opinião sobre o que está sendo proposto. Por essa razão esse documento deve ser persuasivo e conciso, sintetizando os principais aspectos do plano de negócio como: mercado, negócio da empresa, os seus clientes, produto/serviço, as vantagens competitivas, área operacional, a gestão e seus objetivos, projeções econômicas e financeiras, a necessidade de financiamento e as possibilidades de saída do investidor de risco.

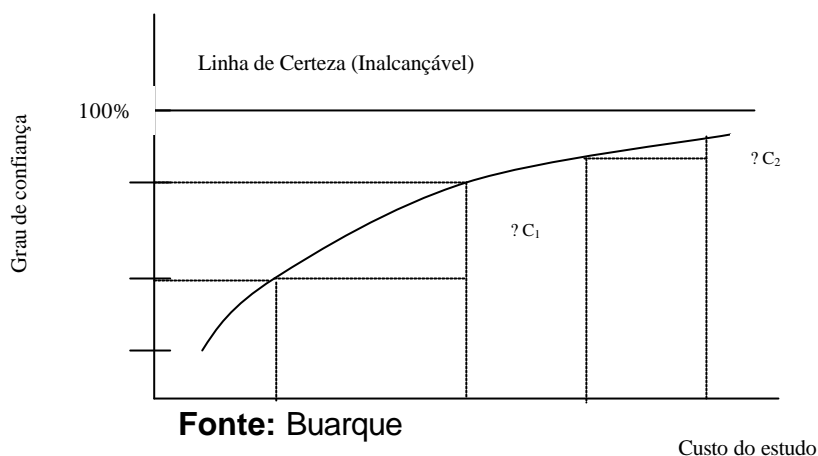
Em sendo aprovado o plano, se faz uma elaboração e análise mais aprofundada, checando os números, coerência, premissas, projeções entre outros em suma, faz-se uma avaliação da plausibilidade do projeto. Passando desta fase, os empreendedores são chamados para uma entrevista com critérios um tanto quanto subjetivos, onde se avalia principalmente a sua capacidade de “vender” a idéia do negócio. Feito isso, e sendo aprovado, o projeto é submetido a uma avaliação mais aprofundada, revendo números e premissas e o conceito de negócio é reavaliado. Após esta etapa, pode-se definir qual vai ser a participação do investidor de risco no negócio. Finalmente, a idéia é submetida para um comitê de investidores do fundo, parceiros e bancos para financiamento.

Uma característica fundamental, geralmente, exigida pelo investidor de risco, além de um plano de negócio exeqüível e viável, a aceitação de um negócio tem ligação com a qualificação dos empresários. Para além deste quesito, a *venture capital* deseja que a empresa proponente tenha um mercado iniciado e, de certa forma, estruturado acrescido de uma boa perspectiva de crescimento e valor tecnológico agregado considerável.

Uma questão importante no tocante aos investidores de risco é o nível de incerteza na tomada de decisão. Para Barbierato (2000), nos negócios que estão iniciando não há tendências históricas, níveis antecipados de performance e, em certos casos, pouca ou nenhuma informação específica sobre o mercado no qual planeja atuar. Neste sentido, como as regras e procedimentos elaborados por estas instituições criam rotinas, acabam por simplificar o contexto das decisões a serem tomadas pelos gerentes. Essa rotina e consequente simplificação não são uma realidade, apenas, da *venture capital*, mas também nas instituições de fomento que, na maioria das vezes, contam com quadro de pessoal menos especializado e, por conseguinte, avaliação seleção e análises menos sofisticadas, mesmo trabalhando com nichos de mercado que possuem tendências históricas e mais informações.

Em outras palavras, segundo Barbierato (2000) a maior fragilidade da tomada de decisão de investimentos em projetos, principalmente, nas empresas de capital de risco tem a ver com a subjetividade do agente, imposta por um alto grau de incerteza, a escassez de dados e assimetria informacional.

Uma questão importante na elaboração aprofundada de um projeto está ligada à necessidade de confrontar o custo adicional com o objetivo real de um estudo mais detalhado, ou seja, reduzir as incertezas do empreendimento. Como num projeto a certeza absoluta é uma situação que nunca é alcançada, a partir de um certo ponto, qualquer aprofundamento exige um custo adicional tão elevado que às vezes não compensa pelo pouco mais de certeza que traz. Nesta ótica, o custo de uma elaboração não deve representar parte significativa de um investimento. A figura 1 espelha essa situação.

**Figura 1: Elaboração de Projeto e Seu Custo**

Percebe-se que a partir de um certo ponto, aprofundar a análise de projeto exige custo muito elevado e não fornece graus de certeza na mesma proporção, até porque não existem critérios que forneçam certeza absoluta sobre um projeto.

Na preparação de um projeto, as diversas etapas devem relacionar-se da forma mais dinâmica possível, permitindo, assim, que uma influencie a outra e neste sentido pode-se afirmar que este estudo é uma tarefa multidisciplinar, de equipe e de aproximação sucessivas até a redação final. Essa é a razão porque Buarque (1994) coloca que a prática tem demonstrado que a melhor forma de realizar um estudo de projeto, preparação ou avaliação, é ter um grupo de especialistas, em que cada um trabalhe em sua especialidade e ao mesmo tempo cada um tenha conhecimento do trabalho dos outros.

Como formar essa equipe é oneroso e, por conseguinte, encarece a elaboração de projetos, a prática demonstra que em grande maioria os projetos são elaborados ou analisados por alguns profissionais, tais como: economistas, engenheiros, contabilistas, administradores, entre outros focando apenas algumas facetas do estudo e não tendo condições de trabalhá-lo na sua plenitude.

### 2.3.1 Resumo dos Principais Pontos de um Projeto

Como um projeto é um conjunto de informações, que são coletadas e processadas de modo a simular uma dada alternativa de investimento, testando a sua viabilidade de acordo com o planejamento estratégico, na elaboração desse modelo, considera-se a teoria e a prática das instituições.

Como a estrutura de um projeto depende daqueles que o elaboram ou analisam, não se espera encontrar esse modelo nas instituições, mas uma aproximação nos pontos que são considerados importantes, na tomada de decisão e planejamento da execução do negócio. Neste sentido, o modelo proposto tem a seguinte estrutura:

### 1 Caracterização do Projeto

- Área de Negócio e Seu Histórico (Caso Exista);

### 2 Diagnóstico Estratégico Preliminar

- Enquadramento Macroeconômico;
- Análise do Setor;
- Oferta e Concorrência;
- Análise da Procura;
- Localização Geográfica;
- Transportes e Acessibilidades;
- Abastecimento de Água e Energia;
- Qualificação de Recursos Humanos;
- Enquadramento Legal e Fiscal.

Analisar cada um desses itens em função das ameaças e oportunidades.

### 3 Viabilidade Econômica e Financeira

- Investimentos Previstos e Cronograma;
- Fontes de Financiamento Disponíveis;
- Condições Preliminares de Exploração (Vendas e Serviços, Resultado Operacional de Cada um dos Itens);
- Montagem do *Cash Flow*Liberto;
- Cálculo da TIR e VPL do Projeto Neste Cenário Considerado;
- Cálculo do Ponto de Equilíbrio;

- Determinação de Índices: rentabilidade, endividamento, lucratividade, liquidez entre outros.

#### 4 Viabilidade Social (principalmente para agências de fomento)

- Número de Empregos a Serem Criado;
- Custos e Benefícios para o Ambiente em que se Vai Instalar;
- Impacto na Renda Local.

#### 5 Novos Cenários e Técnicas Utilizadas

Neste item, em função da complexidade do projeto e incertezas envolvidas, deve-se utilizar as seguintes técnicas, visando minimizar as incertezas:

- Análise de Sensibilidade;
- Simulação de Monte Carlos;
- Árvore de Decisão e;
- A Teoria das Opções Reais.

Esses, como apontam Copeland; Koller e Murrin (2000) são ferramentas disponíveis para dotar os projetos da flexibilidade, muito importante para a sua implementação, uma vez que minimizam as incertezas e com isso os riscos de perda no negócio.

### **2.4 Avaliação de Projetos**

O uso de um projeto e a preocupação com a sua elaboração detalhada decorre de uma evolução na forma de administrar e empreender. A avaliação, neste sentido, surgiu em razão de outra evolução, ou seja, o fortalecimento dos organismos de financiamentos, principalmente os de fomento ao desenvolvimento e instituições de risco.

Segundo Buarque (1994) se de um lado tínhamos empresários que realizavam suas iniciativas sem nenhuma análise rigorosa, os bancos que forneciam o financiamento contentavam-se apenas com a idéia da iniciativa e pediam as

garantias dos bens da empresa e do empresário, o surgimento, na década de 50, de organismos de planejamento e de financiamento do desenvolvimento alterou esta prática. Esses organismos públicos tinham a preocupação de conhecer detalhadamente os projetos, que iriam incentivar, e para isso necessitavam de elaborações e análises detalhadas.

Os investidores de risco vieram a aprimorar ainda mais, essa técnica, já que mesmo que resguardem os seus interesses através de um contrato de participação assumem o risco do negócio junto com o empreendedor e participam, na grande maioria, em projetos sem um passado, o que torna difícil uma avaliação acurada na fase inicial e perigoso definir um contrato inicial rígido, uma vez que, muitos dos pressupostos e cálculos financeiros são considerados “no escuro”.

Vale acrescentar que os métodos de avaliação inicialmente utilizados pelos organismos de fomento foram os mesmos adotados pelos financiadores privados, isto é, a rentabilidade financeira provável do projeto. Entretanto, logo se percebeu que a rentabilidade financeira dos projetos não justificava inteiramente o financiamento público por duas razões principais: o financiamento público deveria levar em consideração certos objetivos nacionais que não interessam ao financiamento privado e a empresa que tinha uma rentabilidade financeira grande, poderia obter financiamento no próprio setor privado.

Sendo assim, cabe ao setor público financiar empresas mais próximas dos planos nacionais de desenvolvimento. Neste sentido, estas instituições começaram a definir critérios próprios de análise, justificando vantagens para toda a sociedade para além da maximização do valor dos empresários. Entre esses destaca-se: o emprego, a renda, o uso de recursos naturais nacionais e a poupança de divisas entre outros.

#### **2.4.1 Anos de Projeção**

Copeland; Koller e Murrin (2000) defendem que por questões práticas, as projeções devem ser divididas em dois períodos distintos. A primeira seria a explícita (geralmente, 10 anos), e o restante da vida da empresa, a partir do décimo ano. No primeiro período, se faz uma projeção detalhada, e no outro, o fluxo de caixa é avaliado utilizando a fórmula de perpetuidade, ou seja:

$$\text{VALOR} = \text{Valor presente do fluxo de caixa durante o período de projeção explícita} + \text{Valor presente do fluxo de caixa depois do período de projeção explícita}$$

O segundo termo dessa equação é o valor da perpetuidade, ou seja, o valor do fluxo de caixa além do período de projeção explícita. Os mesmos autores (op. cit.), colocam que a utilização de premissas simplificadoras sobre a performance da empresa durante esse período (exemplo taxa de crescimento constante), permite que se estime esse valor da perpetuidade através do uso de uma das diversas fórmulas disponíveis. A fórmula do valor de perpetuidade tira a necessidade de se prever, em detalhes, fluxos em períodos excessivamente longos, tornando, ainda mais trabalhosa e custosa a sua elaboração e avaliação.

## 2.5 Projetos versus Decisão de Investimentos e Financiamento

Fazzari (1993) escreve que, com algum risco de simplificação, os determinantes dos estudos de investimentos, em muitas literaturas acadêmicas, sobre o assunto, podem ser divididos em três grandes categorias: o custo de capitais (incluindo taxas de juros e efeitos dos impostos), variáveis da produção ou vendas e medidas de acesso das firmas ao financiamento.

Neste sentido, pode-se dizer que, o sucesso ou fracasso das empresas está condicionado à forma como são tomadas as decisões de investimentos e financiamentos. Damoradan (1994) cita que os investidores devem comprar ou investir em ativos, considerando o seu fluxo de caixa futuro e utilizar as fontes mais apropriadas à situação financeira da empresa, isto porque, como coloca Fensterseifer, Galesne e Ziegelmann (1987) o futuro das empresas depende da tomada de decisão de investimentos produtivos, podendo com isso assegurar a sua sobrevivência e crescimento, acrescido à forma como esses investimentos são financiados. Segundo Casarotto Filho e Kopittke (1996) de nada adianta conhecer a rentabilidade dos investimentos em carteira, através de uma análise de projetos detalhada, se não há disponibilidade de recursos próprios nem há possibilidade de obtenção de financiamento.

Sendo assim, Brealey e Myers (2000) consideram que as empresas estão sempre entre duas questões financeiras: que investimentos devem fazer? E como

deveriam pagar esses investimentos? A primeira envolve gastos de dinheiro; a segunda envolve o levantamento destes. Sá (1999), defende que, de acordo com a moderna teoria de finanças, os investidores no processo de seleção das alternativas de investimentos, consideram três parâmetros: retorno esperado do investimento (rentabilidade no período), risco do investimento e liquidez do investimento. Isto se deve, segundo Ross; Westerfield e Jaffe (1995), ao risco que os investidores incorrem ao optarem por determinados tipos de financiamentos entre o capital próprio ou de terceiro e autofinanciamento, figurando o capital de terceiros como o mais arriscado. Seguindo esta linha pode-se perceber o quanto é importante casar a decisão de investimento com a estrutura de capital.

## **2.6 Estrutura de capital**

A estrutura de capital de uma empresa é formada por fontes de financiamento provenientes de capitais de terceiros e capitais próprios, podendo estas adquirir as mais diferentes configurações e cada empresa possuir uma característica própria de estrutura de capital. De acordo com Barclay e Smith (1999) se muita dívida pode destruir valor uma vez que causa complicações financeiras (*financial distress*) e *underinvestment*, outros argumentam que pouca dívida – pelo menos em companhias grandes e maduras – pode levar ao *overinvestment* e baixo retorno sobre capital. Seguindo esta dicotomia, pode-se perceber o quanto esta questão intriga a comunidade acadêmica e desafia os gestores.

Mackay e Phillips (2001) enquanto concluíam os seus estudos de que não existe uma simples e ótima estrutura de capital, encontraram evidências de que o tipo de indústrias é importante na definição do tipo de estrutura de capital. Neste sentido, colocam que indústrias concorrentes e firmas que estão encerrando, possuem mais probabilidades de possuírem estrutura de capital semelhante dentro de uma mesma indústria. A evidência deles mostra que o risco e a estrutura de capital são endógenos e são escolhidos simultaneamente.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) discutem a estrutura de capital levantando algumas questões, tais como: Que proporção de capital de terceiros e próprio deve a empresa escolher? Existe uma estrutura ótima de capital? Se considerarmos a proposição de irrelevância de Modigliani e Miller (1958) poderíamos desprezar as respostas, uma vez que, a política de financiamento não gera valor para a empresa,



mas sim, apenas de investimentos. No entanto, num mundo com impostos, custo de falência entre outros, a decisão de financiamento é tão importante quanto a do investimento, cabendo, neste caso, encontrar a estrutura de capital que melhor maximize o capital sem perder de vista os riscos envolvidos.

Por essa razão, pode-se acrescentar que a estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeiras, já que está inter-relacionado com outras variáveis financeiras de decisões. Assim, uma decisão inadequada nesta, poderá resultar em um alto custo de capital para a empresa, baixando o Valor Presente Líquido (VPL) da maioria dos projetos, ou mesmo tornando a maioria deles inaceitáveis. Por conseguinte, uma decisão de estrutura de capital eficaz pode diminuir o custo de capital, resultando em VPL mais alto e mais projetos aceitáveis e, por conseguinte, aumentar o valor da empresa.

Neste sentido, conclui-se que uma estrutura de capital ótima, teórica, resulta do equilíbrio entre os custos e benefícios dos empréstimos e na minimização do custo médio ponderado de capital. O maior benefício da dívida é a vantagem fiscal que fornece, permitindo que os pagamentos dos juros sejam deduzidos do imposto de renda. No entanto, o custo resulta de: aumento da probabilidade de falência; custos de agenciamento do monitoramento por parte do prestador das ações da empresa e; custos associados a gestores com maior informação do que os investidores da empresa.

Os estudos empíricos desenvolvidos, sobre estrutura de capital, na grande maioria, tomaram por base os países desenvolvidos. Nesses países, segundo Rajan e Zingales (1995), num determinado nível agregado, o nível de alavancagem financeira das firmas é semelhante e as diferenças encontradas não são facilmente explicadas pelas diferenças institucionais. Por exemplo, os mesmos autores (op. cit.) não encontraram nenhuma diferença sistêmica entre o nível de alavancagem dos países que formam o grupo dos chamados *bank-oriented- orientação bancária* (Japão, Alemanha, França e Itália) e os chamados *market-oriented- orientação do mercado* (EUA, Reino Unido-UK e Canadá). Eles argumentam que as diferenças entre esses grupos de países se refletem na escolha entre financiamento público ou privado.

Entretanto, eles não analisaram o impacto desta escolha na assimetria informacional e problemas de agência relacionados com a estrutura de capital. Em relação a complicações financeiras Rajan e Zingales (1995), sugerem que o procedimento de falência varia consideravelmente entre os países mais desenvolvidos, ficando os códigos dos EUA e UK com as maiores diferenças. Eles podem ser considerados extremos entre os países do G-7, uma vez que, nos EUA o código parece possuir um incentivo para manter a firma e no UK este enfatiza o direito dos credores e provavelmente leva a uma liquidação prematura.

Booth; Aivazian; Kunt e Maksimovic (2001), na pesquisa que desenvolveram, procuram explicações para a estrutura de capital em dez países em desenvolvimento (incluindo o Brasil), e concluíram que as variáveis que são consideradas relevantes para explicar a estrutura de capital nos Estados Unidos e Europa (custo de agência, falência, assimetria informacional, impostos entre outros) são, também, relevantes nesses países, apesar da profunda diferença dos fatores institucionais entre os países pesquisados. Para Miguel e Pindado (2001) conhecer os fatores institucionais tais como: imposto, leis de falência, estado de desenvolvimnto do mercado de capital, *patterns of ownership*, nível de concentração da propriedade, entre outros, ajuda a predizer a estrutura de capital da firma, melhor do que conhecer apenas a nacionalidade.

No geral, as dívidas parecem ser afetadas do mesmo jeito e pelas mesmas variáveis que são significantes nos países centrais. Entretanto, concluem Booth; Aivazian; Kunt e Maksimovic (2001) que existem diferenças sistêmicas no modo como esta é afetada por fatores dos países, como: crescimento do PIB, taxa de inflação e desenvolvimento do mercado de capital. Por isso, a maior diferença que encontraram nesses países em relação aos desenvolvidos é a baixa quantidade de dívidas de longo prazo, o que se prende com o baixo desenvolvimento do mercado secundário de dívidas.

### **2.6.1 Modigliani e Miller (MM) e a Teoria tradicional**

Obras recentes, como as utilizadas como referência, artigos e dissertações citam o trabalho de MM como precursor da moderna teoria das finanças. Neste sentido, todos ao falarem da estrutura de capital citam o trabalho desenvolvido por MM.

MM desenvolveram um primeiro trabalho sobre estrutura de capital em 1958 (proposição I), onde colocavam que o valor total da empresa é medido pelo valor presente dos fluxos futuros de seus investimentos. Esta proposição, (mercado perfeito<sup>12</sup>), evidencia sob determinadas condições, entre elas a ausência de tributação sobre as empresas, que a definição de uma estrutura de capital é irrelevante na maximização do valor da mesma. No entanto, ao se virarem para o mundo real, segundo Capozza e Seguin (2001) vêem que usando dados deste, a estrutura de capital parece importar-se. Seguindo esta linha, estes autores concluem que MM conduzem um exercício lógico e reivindicam que se, como viram matematicamente, a estrutura de capital não importa levando em consideração suas suposições, ela importa para pelo menos uma das três razões: impostos, custos de falência e custos de agência.

Neste sentido, anos mais tarde, mais precisamente em 1963, MM, em função da dificuldade de transpor sua teoria na prática, publicaram um novo trabalho (proposição II - a correção), incluindo desta feita a incidência dos impostos sobre as dívidas das empresas, onde reconhecem através da legislação tributária que há um ganho tributário em função do uso da alavancagem (capital de terceiros/próprio).

O modelo de MM sugere que, para usufruir a totalidade dos benefícios fiscais da dívida, as empresas deveriam financiar seus ativos unicamente com capital de terceiros, fato que também se sabe é impraticável.

Neste sentido, o modelo foi aperfeiçoado por Miller (1977) onde, coloca que o valor da empresa deve se elevar quando as dívidas são acrescentadas pela primeira vez à estrutura de capital, porém, à medida que o capital de terceiros é acrescentado, o valor da empresa cresce a uma taxa cada vez menor até o ponto em que o valor da empresa começa a cair com o aumento do endividamento (Modelo *Static Trade-off* a ser visto mais adiante).

---

<sup>12</sup> Mercados perfeitos incluem: não-existência de impostos; não-existência de comissão para corretores ou custos para lançamentos de títulos; informação simétrica entre investidores e administradores; e investidores podem tomar empréstados à mesma taxa que as empresas.

O que pensava os financistas sobre a política de endividamento antes da teoria de MM? Não é fácil responder. Segundo Brealey e Myers (2000) com uma compreensão tardia percebe-se que, também, não tinham esse assunto bem claro.

A teoria tradicional<sup>13</sup> sobre finanças, segundo Brealey e Myers (2000) emergiu em resposta ao MM. Esta sustenta que a estrutura de capital da empresa precisa maximizar o valor desta através da redução de seu custo médio ponderado de capital (WACC). O WACC é usado nas decisões de orçamento de capital para encontrar o valor presente líquido de projetos que não deveriam mudar o risco dos negócios de uma firma. Copeland e Weston (1988) salientam que a partir de um determinado grau de endividamento, há por parte dos acionistas, uma maior aversão às novas fontes externas de recursos, requerendo com isso taxas de retorno mais elevadas, ocasionando uma elevação no WACC e conseqüentemente redução de seu valor de mercado.

A hipótese dos tradicionalistas se embasa na questão de que um grau moderado de alavancagem financeira pode acrescentar o retorno esperado de capital, ainda que não ao nível defendido pela proposição II de MM. Algumas empresas que tomam muitas dívidas elevam os seus retornos esperados mais rápido do que MM prediz. Sendo assim, WACC, diminui e logo após se eleva. Neste sentido, seu mínimo pode ser definido como o ponto ótimo de estrutura de capital. Partindo do princípio de que o resultado operacional não é afetado pelo empréstimo (como assumem os tradicionalistas), minimizar o WACC é equivalente a maximizar o valor total de mercado da empresa.

### **2.6.2 Influência dos impostos**

A questão da incidência e da influência dos impostos na determinação da estrutura da capital tem sido, em muitas empresas um fator determinante na escolha por parte dos gestores, da forma menos onerosa de se estruturar a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, pois, assim como os gestores, os

---

<sup>13</sup> Para os tradicionalistas o mercado possui imperfeições, ou seja, não é 100% perfeito, contradizendo a proposição de MM.

investidores reagem a transformações tributárias, sempre buscando minimizar o pagamento de impostos.

Em um comparativo entre capital de terceiros e capital próprio, uma empresa que usa capital de terceiros, conseqüentemente, paga juros sobre estas dívidas o que é considerado como custo da atividade, sendo por isso integralmente dedutível do imposto de renda. Deste modo, estas despesas são pagas aos credores antes do cálculo do mesmo, e os dividendos, considerados retorno sobre capital fornecido pelos acionistas, são pagos após o cálculo do imposto.

Procianoy e Schmidt (1995) no estudo que desenvolveram, baseado no pacote fiscal de 1995 no Brasil, constataram que haverá mais ganhos, aos acionistas, com uma redução de imposto de renda se a empresa distribuir os dividendos e tomar estas cifras emprestadas dos próprios acionistas. Para estes autores na tomada de decisão por parte dos investidores, estes terão que considerar a diferença de taxaçoão entre as aplicações de renda fixa (juros recebidos), ganhos de capital e dividendos, de forma a minimizar o pagamento de impostos e maximizar o seu retorno.

Reforçando o papel dos impostos na definição da estrutura de capital, Eiteman; Stonehill e Moffett (2001) colocam que a estrutura de capital das multinacionais e a flexibilidade financeira proporcionadas permitem que estas busquem maximizar o lucro total após o pagamento dos impostos e não o lucro de cada subsidiária individualmente (preocupação com os impostos). Para isso, as multinacionais buscam sempre arrecadar recursos em mercados onde possuem melhores vantagens fiscais, não se preocupando com a estrutura das firmas individualmente. Assim, fica evidenciado que a estrutura de capital das subsidiárias são diferentes, estando diretamente relacionadas com os efeitos fiscais de cada país.

Agindo desta forma, as multinacionais conseguem tirar proveito da sua condição de “atores globais” e financiam-se com capital de terceiros ao redor do mundo, escolhidos em função do ganho fiscal.

Segundo Chen; Cheng; He e Kim (1997) as multinacionais americanas, no mercado local, se comparado com uma firma que não possui este porte são menos

alavancadas. Esta situação, certamente, reflete o risco que os investidores enxergam nestas empresas e, neste sentido, estão menos propensos a investir nelas.

Esta situação não condiz com a lógica de diversificação defendida por Rajan e Zingales (1995) que coloca que o nível de alavancagem aumenta com o tamanho das empresas, em todos os países, mais industrializados, exceto Alemanha. A explicação possível para eles é que firmas grandes estão mais bem diversificadas e possuem menor possibilidade de entrar em falência. Neste sentido, a menor expectativa de falência permite-lhes ter uma possibilidade maior de alavancagem.

### **2.6.3 Principais Modelos Teóricos de Estrutura de Capital**

Os principais modelos teóricos de estrutura de capital são: *The Static Trade-off Model (STO)*; *The Pecking-Order Hypothesis (POH)* e; *The Agency Theoretic Framework (ATF)*. Em qualquer um desses modelos, a escolha entre dívida e capital próprio depende de: especificidades da empresa e fatores institucionais. As diferenças entre eles estão nas suas ênfases: o *trade-off* enfatiza as taxas (como as empresas devem comportar-se, logo é normativo); o *Pecking Order* enfatiza as diferenças em informações, ele relata como os gestores agem e; o *Free Cash Flow* enfatiza o custo de agência, ou seja, busca encontrar formas de minorar os custos de agências.

Testes empíricos recentes, segundo Booth; Aivazian; Kunt e Maksimovic (2001), têm focado as explicações sobre estrutura de capital escolhida, usando testes *cross-sectional* e uma variedade de variáveis que podem ser justificados, utilizando qualquer um dos três modelos ou todos. Consideram em termos do impacto dos impostos, conflitos de agência, complicações financeiras e o impacto de assimetria informacional.

#### **2.6.3.1 The Static Trade-off Model (STO)**

O modelo de *static trade-off* postula que as empresas estabelecem níveis de endividamento, ou seja, modelam uma estrutura de capital criando um *trade-off* entre os ganhos fiscais proporcionados pelo endividamento e os custos do risco de inadimplência. Ou seja, a estrutura de capital move para um objetivo que, segundo Booth; Aivazian; Kunt e Maksimovic (2001), reflete impostos, tipo de recursos, risco do negócio, rentabilidade e código de falência.

Ross; Westerfield e Jaffe (1995) dizem que à medida que se aumenta o grau de endividamento de uma empresa, o valor presente dos custos de insolvência se eleva até chegar ao ponto onde estes se igualam ao valor presente dos benefícios fiscais da dívida. Este ponto, segundo o *Static Trade-off*, é o ponto ótimo de alavancagem financeira.

Ou seja, segundo este modelo as empresas devem emitir dívidas até o ponto em que poderão desfrutar dos benefícios fiscais, optando por emissões de ações no momento em que o volume de dívidas não permite esses benefícios, por ter ultrapassado o ponto visto anteriormente. Neste sentido, o objetivo da empresa e a eficiência do gestor da empresa estará em permanecer em torno do ponto ótimo, tentando sempre retornar a este, em caso de afastamento.

O *Static Trade-off* reconhece que o nível de dívidas varia de empresa para empresa. De acordo com Brealey e Myers (2000) firmas com um maior volume de ativos seguros e corpóreos, poucas oportunidades de investimentos lucrativos, maiores lucros, entre outros, oferecem maiores garantias aos credores através desses ativos, menores custos associados a dificuldades financeiras e maior possibilidade de endividamento. Do lado oposto, as empresas tendem a ter menos dívidas em função do alto custo esperado de dificuldade financeira, e sendo assim, apresentam uma estrutura pouca alavancada.

Brealey e Myers (2000), acrescentam que este modelo omite a existência de custos de ajustamento á estrutura de capital, e sendo assim a existência de atrasos pela empresa de atingir o seu ponto ótimo. Como estes custos, em certos casos, são expressivos não deixam que a empresa ajuste seu nível ótimo de capital, existindo diferenças nos níveis de endividamento entre empresas que procuram um mesmo nível ótimo de estrutura de capital.

A maior crítica ao tradicional modelo de *trade-off* de estrutura de capital está no fato deste considerar a existência de uma relação positiva entre rendimentos e alavancagem financeira, contraditório, com evidências empíricas onde a verdadeira relação tem sido sempre negativa. Segundo Sarkar (2000), a possível explicação para esta discrepância reside no rendimento médio revertido das corporações. No entanto, no trabalho dele, uma reformulação no modelo do *trade-off* com o

rendimento médio revertido é feita, resultando numa relação negativa entre o nível ótimo de alavancagem financeira com os rendimentos, consistente com a evidência empírica.

Ainda, segundo Brealey e Myers (2000) o *Static Trade-Off Model* explica as variadas formas de estrutura de capital entre as indústrias, mas não esclarece o porquê de as empresas mais lucrativas dentro de um determinado setor industrial, geralmente, apresentarem uma estrutura de capital mais conservadora. Segundo este modelo, uma alta lucratividade deveria representar uma alta capacidade de endividamento e um forte incentivo de impostos de pessoa jurídica para usar esta capacidade.

### **2.6.3.2 Pecking order e Assimetria Informacional**

Para Frank e Goyal (2000) *Pecking Order* é dentre as teorias de alavancagem corporativa a mais influente. Numa comparação entre os modelos de *Trade-off* e *Pecking Order*, este tem recebido maior suporte em relação ao *Trade-off*. “*Pecking Order*” hypothesis (Myers 1984) coloca que as empresas devem preferir utilizar os seus lucros retidos aos empréstimos quando estes estão disponíveis. Ou seja, a empresa seguindo uma hierarquia, teria a preferência por um ou outro meio de financiamento, sendo que deve financiar suas atividades com lucros retidos, quando disponíveis, dívidas quando estes não são suficientes e apenas no caso extremo emitir novas ações para financiar-se. Deste modo, como resultado, a lucratividade pode afetar a decisão de financiamento com dívidas.

Minton e Wruck (2001) examinando o fenômeno do conservadorismo das empresas, estudando empresas que utilizam política persistente de baixa alavancagem, concluíram que essas empresas seguem o estilo *Pecking Order* de política de financiamento.

As firmas conservadoras possuem excesso de fluxo de caixa e um grande equilíbrio de caixa se comparadas com firmas mais alavancadas, podendo assim utilizar esse modelo como forma de determinar a sua estrutura de capital. Entretanto, as empresas com baixa alavancagem, segundo os mesmos autores, não seguem estritamente a teoria de *pecking order*, o qual postula uma hierarquia inflexível de instrumentos financeiros.



Isto chama a atenção por parecer uma decisão de financiamento inconsistente através de firmas financeiramente conservadoras, e outras firmas também. Por exemplo, por quê e em que circunstâncias as firmas simultaneamente levantam fundos externamente, mantendo um grande equilíbrio de caixa? Ou então levanta *external equity* e empreendem na recompra de ações?

No entanto, Minton e Wruck (2001) concluíram que uma baixa alavancagem é uma estrutura em grande parte transitória. Este resultado, segundo estes autores, chama atenção do *time dynamics* da política financeira. Com isso, sugerem que não só é interessante e importante uma estrutura de capital dinâmica, mas também que uma compreensão mais aprofundada deste dinamismo tem o potencial de render em mais conhecimento deste tópico das finanças corporativas.

Neste modelo teórico de estrutura de capital a imperfeição do mercado é central. Custos de transação e informações assimétricas unem a habilidade da firma de empreender novos investimentos com a sua capacidade de gerar fundos internos.

Esta teoria está diretamente ligada com informações assimétricas, que decorrem do fato de os administradores possuírem mais informações, prospectos, riscos, valores e perspectivas atuais e futuras do que os investidores.

As informações assimétricas afetam a escolha entre levantar fundo internamente, externamente ou emissão de novas ações. Entre levantar fundos via emissão de dívidas ou ações o  **sinal (teoria do *Signaling*)** que o mercado pode perceber vai ao encontro das informações a mais que o administrador possui. Ou seja, o mercado pode entender a dívida como sinal positivo (as ações estão subvalorizadas), uma vez que ele pode apontar que as perspectivas da empresa são boas e quando conhecidos pelo mercado os valores das ações vão aumentar e serão capturados completamente pelos acionistas existentes. No caso de emissão de ações ela pode sinalizar que estão supervalorizadas e pode ser entendida pelos investidores como más notícias em relação à perspectiva da empresa.

Barclay e Smith (1999), descrevem que a utilização do *Pecking Order* deveria sugerir às empresas com poucas oportunidades de investimento e uma considerável receita de caixa, a redução ao máximo de suas dívidas, e empresas com elevadas

oportunidades de investimentos, a terem um elevado coeficiente de dívidas. Nesta linha, a teoria não só sugere que os impostos e custos de complicações financeiras são uma preocupação de segunda ordem, como também a lógica do *Pecking Order* caminha para um conjunto de predições que são precisamente opostas às oferecidas pelos impostos e custos de contratação.

Ao correlacionar a teoria com a prática em finanças, Graham e Harvey (1999) através de uma pesquisa com gestores de grandes e pequenas empresas norte-americanas, constataram moderadas evidências sobre o *Pecking Order* na prática empresarial das empresas e, também, que não existe por parte dos gestores um empenho para obter uma estrutura ótima de capital. Os autores concluem que os gestores, em sua maioria, possuem pouco conhecimento sobre a teoria financeira e as vantagens e desvantagens em relação à composição da estrutura de capital de suas empresas.

#### **2.6.3.3 Custos de Agencia e Custos de Falência**

As empresas (sociedades por ações) são, segundo Ross; Westerfield E Jaffe (1995) constituídos por um conjunto complicado de relações contratuais entre pessoas. Neste sentido, acrescentam que as sociedades por ações não são indivíduos, e sim uma maneira de integrar os objetivos conflitantes dos indivíduos num equilíbrio dentro de um contexto contratual legal.

Um dos direitos contratuais é o direito residual (de propriedade) sobre os ativos e os fluxos de caixa da empresa. Este pode ser definido como sendo uma relação entre *principal* (acionistas) e *agent* (gestores). Considerando essa separação, supõe-se que se deixados por sua própria conta, agirão defendendo os seus interesses, ou seja, como nem sempre o que maximiza o valor dos acionistas maximiza a posição dos gestores, que têm os seus prestígios a protegerem e como quase sempre não querem correr grandes riscos, esses poderão agir em sentidos contrários.

Para a teoria do custo de agência interessa, segundo Alonso (2000) mitigar os conflitos que surgem da divergência de interesse entre acionistas e gerentes. *Managers*, agindo como agentes, podem adotar investimentos não-rentáveis, o que é inconsistente com o objetivo de criação de valor para os acionistas (o principal nesta relação). Ainda, segundo o mesmo autor, a teoria de agência apresenta o

financiamento através de dívidas como um dispositivo de governança útil em reduzir o conflito entre o agente e principal. Alonso (2000) acrescenta que a dívida reduz o custo de agência do *free cash flow* e disciplina o comportamento dos gerentes, convergindo mais para os interesses dos acionistas. Vale acrescentar que o custo de agência reduzirá, em parte, com a dívida devido ao aumento do monitoramento da firma pelos *debtholders*.

Mesmo assim, os acionistas podem valer-se de alguns incentivos como *Stock Options*, que segundo Benz;Kucher e Stutzer (2001) são mecanismos de incentivos diretos que podem compensar os gerentes e fazê-los agir no sentido de incrementar o valor da firma e não simplesmente no seu próprio interesse. Salienta-se, que os métodos para mitigar os problemas de agência e reduzir os seus custos podem ser agrupados em: instrumentos de controle externo e mecanismos motivacionais (*stock options* se enquadram nessa segunda).

Os problemas de agência e o possível custo de agencia estendem-se não somente ao relacionamento entre proprietários e gestores, conforme mencionado na política de dividendos, mas também entre gestores e credores, sendo estes os financiadores da empresa, que acabam direta ou indiretamente determinando o risco operacional e financeiro desta (possibilidade de a empresa não ter condições de arcar com as dívidas).

Neste sentido, o relacionamento credor/devedor depende da expectativa do credor quanto ao comportamento subsequente da empresa, não havendo restrições estes acordos criam incentivos para a firma aumentar seu risco sem aumentar seus custos atuais. Por outro lado, os credores no intuito de monitorarem e controlarem estratégias de investimento arriscadas, entre outros, incorrem em custos de agencia. Ou seja, como as taxas de juros de empréstimos são negociadas no fechamento deste, após as empresas tomarem o empréstimo poderão investir em projetos muito arriscados ou fazerem novos empréstimos e sendo assim aumentarem o seu risco individual. Essas situações enfraquecem a posição dos credores em relação à reivindicação do fluxo de caixa da empresa e, no entanto, se tiverem sucesso, apenas os acionistas serão beneficiados.

Chen; Cheng; He e Kim (1997), ao estudarem as diferenças na estrutura de capital entre empresas multinacionais e empresas locais, no mercado americano, concluem que devido à dificuldade de controle dos gestores pelos credores, evidencia-se que os custos de agencia condizem com uma menor alavancagem nas multinacionais, americanas, em relação às empresas locais.

Conforme Ross; Westerfield e Jaffe (1995), apesar do capital de terceiros proporcionarem benefícios fiscais à empresa, o pagamento de juros e amortizações exercem alguma pressão sobre a empresa. Essa pressão se deve ao fato de que se essas obrigações não forem cumpridas a empresa poderá correr o risco de alguma espécie de dificuldade financeira e a dificuldade máxima é a falência. Neste caso, a propriedade e os ativos são legalmente transferidos dos acionistas para os credores. Desta forma, na maioria dos casos, sabe-se que empresas com alta alavancagem financeira podem vir a ter problemas futuros, e este custo depende da dificuldade encontrada e da situação enfrentada.

Nos artigos utilizados e em alguns livros são mencionados os termos: *financial distress* (complicações financeiras) e *bankruptcy* (falência). O primeiro, está diretamente relacionado com os rumos e as dificuldades que a empresa passa, indicando a proximidade de uma situação de insolvência, que, vem a ser a definição de *bankruptcy*, ou seja, o culminar de uma situação de complicação financeira. Para evitar isso, aconselha-se que o lucro líquido, mais a depreciação (fluxo de caixa), devem ser utilizados para sinalizar o limite de dívida que a empresa poderá suportar. Ao ultrapassar este limite a probabilidade de falência aumenta, principalmente, quando falamos de empresas de pequeno porte que não possuem grandes chances de levantar recursos no mercado e, além disso, geralmente, as suas receitas são sazonais.

Os custos de falência ocorrem quando os financiadores/fornecedores começam a sentir, por parte do devedor, dificuldades em conseguir honrar com os seus compromissos. Diante deste quadro, a empresa começa a sofrer uma elevação nos seus custos e, conseqüentemente, colaborando para dificultar ainda mais o lado do credor, e pelo fato das dívidas serem um passivo exigível da empresa, em caso de não-pagamento, os credores terão o direito de pedir o processo de liquidação da mesma.

Falando em estrutura de capital, considerando estes pontos pode-se afirmar que tanto os custos de agencia, quanto os custos de falência, aliados às informações que os credores possuem sobre a empresa são fatores que determinam de forma relevante a escolha de uma adequada estrutura de capital. No entanto, estas variáveis, dependendo do ramo de atividade, país, porte da empresa, política de financiamento adotado pela empresa, entre outros podem influenciar mais ou menos, uma empresa, na definição da sua estrutura de capital mais apropriada.

## 2.7 Evidência Empírica Recente

Segundo Rodrigues e Armada (2000), o número de trabalhos empíricos focando nos critérios de seleção de projetos, nas empresas, são bastante alargado, em especial nos Estados Unidos e Reino Unido<sup>14</sup>. A tabela 2, abaixo, apresenta um resumo dos estudos mais recentes e significativos realizados em vários países.

**Tabela 2 – Estudos Recentes Relativos à Prática de Análise de Projetos**

ANO	AUTOR	PAÍS	Nº DE EMPRESAS	TAXA DE RESPOSTA (%)	EMPRESAS DA AMOSTRA
1988	Klammer; Koch; Wilner, 1991	E.U.A	500	20	Fortune 500 Industrials
1989	Freeman; Hobbes, 1991	Austrália	300	39	IBIS Top 1000 Corporate Database
1989	Sangster, 1993	R.U.	94	22	Scotland's Top 500
1991	Jog; Srivastava, 1995	Canadá	582	23	TSE 300 e "grandes empresas"
1992	Pike, 1996	R.U.	129	78	"maiores empresas"
1993	Lucey; McCabe; McHugh, 1995	Irlanda	1137	37	Business and Finance Top 1000 Database
1993	Chadwell-Hatfield et al., 1996	E.U.A.	393	30	US Manufacturing Firms Compact Disclosure
1993	Petry; Sprow, 1993	E.U.A.	449	34	Business Week 1000
1994	Chen, 1995	Canadá	585	20	1990 Disclosure CD-ROM Database
1996	Gouveia, 1997	Portugal	165	26	Indústria Transformadora da Exame 500
1997	Rêgo, 1999	Portugal	150	34	150 Maiores empresas da Exame 500

**Fonte:** Rodrigues e Armada

<sup>14</sup> No Brasil, estudos como os de Jaime Fensterseifer (1987-93) pesquisaram o comportamento das grandes empresas em matéria de análise e seleção de projetos de investimentos.

Esta constatação demonstra a preocupação que este tema tem suscitado mundialmente e a forma como se propõe estudá-la aqui, sai do cunho dos proponentes dos projetos para entrar nas instituições promotoras da iniciativa privada e financiadora. Como em ambos os casos, a preocupação com o sucesso do projeto é maior, buscar-se-á, aqui, entender os critérios que se utilizam para selecionar os projetos, estando sempre atentos às semelhanças e diferenças, o porquê da adoção deste ou daquele critério e até que ponto a maior preocupação com o retorno e sucesso do projeto vão influir no detalhamento e aprofundamento dos pontos que devem constar de um projeto.

## **2.8 Critérios de Avaliação de Projetos**

Unterschultz e Quagraine (1996) colocam que qualquer análise de projetos requer informações concernentes a: capital gasto inicialmente, receita gerada pelo mesmo, custos operacionais e a vida do projeto e um retorno apropriado, podendo assim justificar a sua escolha em detrimento da aplicação no mercado.

Para que os projetos maximizem o valor dos acionistas é necessário que ofereçam retornos superiores ao que estes poderão usufruir aplicando no mercado, correndo menos riscos. Para esta constatação alguns critérios são utilizados para verificar a viabilidade ou não de um determinado projeto, tais como os critérios sofisticados e não-sofisticados.

Para os autores que defendem esta classificação, segundo Rodrigues e Armada (op. cit.), são considerados critérios sofisticados aqueles que consideram o valor do dinheiro no tempo e que baseiam na atualização dos fluxos de caixa. Os principais critérios não-sofisticados, desenvolvidos pela teoria são: a taxa de rentabilidade contabilista (TRC) e o período de recuperação (Payback) enquanto que os principais critérios sofisticados são: a Taxa Interna de Retorno (TIR), e o Valor Presente Líquido (VPL).

O VPL é o valor atual do fluxo de caixa de um projeto. Este inclui as entradas e saídas de caixa – as saídas primárias envolvem o investimento inicial feito no começo da vida de um projeto; espera-se que as entradas de caixa ocorram periodicamente durante a vida do projeto. A taxa de desconto usada para trazer o fluxo para o presente é o custo de capital de investimento. Este custo é a taxa de

retorno que os fornecedores de capital (exigível e patrimônio líquido) requerem do projeto. Ela reflete o risco do projeto: quanto maior o risco maior o custo de capital do projeto.

Por sua vez, a TIR é uma medida relacionada que indica qual a taxa de retorno que zera o VPL. Na maioria dos casos, essas duas medidas levam à mesma decisão, porém existem algumas exceções e nos casos onde existem discrepâncias entre VPL e a TIR aconselha-se a utilizar VPL.

Copeland e Weston (1988) ressalta que: *“projetos com vidas diferentes, a simples regra do VPL, quando mal utilizado, pode levar a decisões incorretas”* (p. 51). Entende-se assim, que mesmos os critérios sofisticados podem levar a interpretações erradas se não forem utilizadas corretamente. A TIR, por exemplo, só é eficiente segundo Ross; Westerfield e Jaffe (1995) quando temos um fluxo de caixa em que ocorra uma saída no início (investimento - sinal negativo) e entradas futuras (sinal positivo) no fluxo de caixa. Em situação contrária, a TIR se apresenta ineficiente e ajustes precisam ser feitos para evitar erros de análise.

Por sua vez, esses mesmos autores (op. cit.) acrescentam que a análise do VPL é sempre apropriada. Fensterseifer e Saul (1993) concluem que o VPL é o recomendado pela teoria financeira pela sua consistência com a maximização do valor da empresa.<sup>15</sup> Os critérios sofisticados são também chamados de “critérios dos fluxos de caixa atualizados”.

Existe um certo consenso, no que diz respeito à aceitação da superioridade dos critérios sofisticados em relação aos não-sofisticados, uma vez que, a aceitação de projetos que respeitam estes critérios deverá aumentar, em termos esperados, o valor da empresa e, portanto, a riqueza dos acionistas, se bem empregada. A tabela 3, do estudo longitudinal de Pike (1996) dá uma idéia da adoção de um ou outro critério nas empresas.

---

<sup>15</sup> Eid Junior (1996) concluiu, no entanto, no seu estudo de que o VPL é a menos utilizada pelas empresas pesquisadas em detrimento da TIR e Payback no Brasil.

**Tabela 3 – Estudos Longitudinais de Pike<sup>16</sup> (1996)**  
(% de empresas que usam os critérios)

Critérios	1975	1980	1986	1992
TRC	51	49	56	50
Payback	73	81	92	94
TIR	44	57	75	81
VPL	32	39	68	74

**Fonte:** Rodrigo e Armada

Fica evidente que em termos de utilização, a TIR é o critério que tem sofrido maior incremento na sua adoção, por parte das empresas, se comparada com os demais critérios. Mesmo tendo presente que o *Payback* é o mais encontrado, de acordo com o estudo do Pike, a tendência aponta para um maior uso da TIR. Essa constatação é reforçada por Graham e Harvey (1999), que concluem no seu estudo de que a TIR é o primeiro método de avaliação de projetos seguido do VPL na maioria dos casos<sup>17</sup>. Segundo estes autores (op. cit.):

*“a taxa interna de retorno (TIR) é o primeiro método de avaliação. Por exemplo, Gitman e Forrester (1977), nas suas pesquisas das 103 maiores firmas, encontraram que apenas 9,8% delas utilizavam o valor presente líquido (VPL) como método primário e 53,6% utilizavam a TIR como primário. Stanley e Block (1984) obtiveram nas suas pesquisas que 65% das empresas pesquisadas utilizavam a TIR como método primário” (p.5).*

<sup>16</sup> Pike (1996) conduziu um estudo longitudinal de 100 companhias britânicas. Ele confirmou que as firmas britânicas, como as americanas, estavam a demonstrar um aumento na utilização dos critérios sofisticados de orçamento de capital. Payne; Heath & Gale (1999).

<sup>17</sup> Nos Estados Unidos da América a TIR é o primeiro método, seguido do VPL, e no Canadá o VPL é o primeiro, seguido da TIR. Payne; Heath e Gale (1999, p. 19).



Alguns autores procuram explicar as razões que levariam as empresas a utilizarem o *Payback*, mesmo que de forma secundária. Uma das explicações está relacionado com a teoria da agência, uma vez que, naquelas que a maximização da riqueza assumisse maior importância ou em que a remuneração dos gestores dependesse mais dos resultados contabilísticos de curto prazo, e assumindo a existência de conflitos de interesse entre acionistas e gestores, estes tenderiam a utilizar com mais frequência o *Payback* em detrimento dos critérios sofisticados (Pike, 1985; Chen; Clark, 1994 *apud* Rodrigues e Armada, 2000).

De acordo com Marino e Matsusaka (2000) algumas empresas gerem o problema de agência não com contratos de incentivos, mas mantendo os diretores envolvidos no processo de decisão. Para Shleifer e Vishny (1997), isto visa amenizar os questionamentos: *“o que o provedor de capital deve fazer para que o gerente retorne uma parte do lucro para ele? Como poderão estar seguros de que o manager não vai roubar ou investir, o capital que proveram, em maus projetos? Como o fornecedor de capital controla o manager?”*

A clareza nessa questão é um dos pontos importantes, na atualidade, para empresas que querem captar recursos no mercado para suprir as suas necessidades. Para Garvey e Swan (1994) para que possamos compreender como uma empresa opera, devemos compreender mais sobre o seu mercado de atuação. Devemos entender, também, os incentivos e objetivos dos executivos que tomam as decisões. Mesmo assim, esta compreensão deve ser respaldada por uma legislação clara e protetora dos interesses do principal, podendo assim, minimizar este problema e reduzir os custos de agência.

Mesmo sendo cada vez mais crescente a utilização de critérios referidos anteriormente, conhecidos como “critérios financeiros”, alguns estudos sugerem a existência e uso de critérios “não-financeiros”. Estes se referem, geralmente, a aspectos mais qualitativos da avaliação dos projetos, como: estratégia, qualidade, flexibilidade e potencial de crescimento futuros, tendências de mercado (local e internacional), concorrência, considerações éticas e sociais, prestígios, imposições regulamentares/legais entre outros.

A observação dos critérios não-financeiros é que dão sustentação à montagem financeira. De nada adianta montar um projeto e mostrar que este oferece um bom retorno se não possui um embasamento mercadológico profundo entre outros. Na verdade, a parte financeira precisa ser vista como uma consequência da parte não-financeira e por isso dependente deste.

## **2.9 Análise de Rentabilidade, Sensibilidade, Simulação e Árvore de Decisão**

A rentabilidade dos projetos depende das receitas e dos custos (tanto investimentos como operacionais). Sendo assim, segundo Buarque (1993):

$$r = f(R, C, I)$$

Onde:

r – rentabilidade;

R – Receitas;

C – Custos (investimentos e operacionais);

I – Investimentos.

Ao expressar r (rentabilidade) em função de todas as variáveis (receitas e custos), pode-se determinar como se comporta a rentabilidade variando as receitas ou os custos. Esta variação é a sensibilidade do projeto em relação a essas variáveis. Esse estudo de sensibilidade é de muita importância, principalmente para aqueles projetos em que a taxa de rentabilidade não é muito grande podendo, assim, os investidores conhecerem melhor os riscos do projeto.

Além disso, ao comparar a rentabilidade do projeto em si, com as alternativas dadas pela análise de sensibilidade, pode-se determinar se o projeto, em estudo, representa uma decisão acertada para o investimento podendo, assim, implementá-lo conhecendo os pontos fracos e fortes que definirão o seu sucesso. Ross; Westerfield e Jaffe (1995) acrescentam que a análise de sensibilidade é examinar

qual seria o resultado possível, em circunstâncias, diferentes e fazer a análise mop<sup>18</sup>.

Uma análise complementar à análise de sensibilidade é a análise do ponto de equilíbrio, que determina o volume de vendas necessárias para que os resultados estejam em equilíbrio. Esta análise, também chama a atenção para as conseqüências de previsões incorretas e é calculada em termos tanto do lucro contábil, quanto do valor presente.

Além, da análise de sensibilidade e do ponto de equilíbrio, outras ferramentas se encontram disponíveis para facilitar a vida de quem toma a decisão de investir em projetos. A simulação de Monte Carlo é uma outra ferramenta disponível e que consiste em desenhar todos as combinações possíveis num projeto proposto, fornecendo uma visão mais abrangente dos seus possíveis comportamentos.

Segundo Brealey e Myers (2000) enquanto que a análise de sensibilidade permite considerar os efeitos da mudança numa variável de cada vez, vendo o projeto em cenários alternativos, podendo considerar o efeito de um número limitado e plausível de combinações de variáveis, a simulação de Monte Carlo é uma ferramenta que considera todas as combinações possíveis, possibilitando inspecionar toda a distribuição dos resultados do projeto. A simulação envolve a especificação de um modelo com variáveis de entrada e suas respectivas distribuições de resultados e com os relacionamentos que ligam essas variáveis à saída necessária (exemplo NPV do projeto). Depois disso, chega-se a uma amostra aleatória da distribuição de cada valor de entrada para calcular a saída. Ou seja, a simulação de Monte Carlos permite, apesar de o futuro ser incerto, apresentar os resultados com intervalos de valores com uma probabilidade associada.

A Árvore de Decisão é uma outra ferramenta, complementar na análise de projetos, que Brealey e Myers (op. cit.), consideram ser geralmente utilizada por financistas para analisar projetos que envolvem decisões seqüenciais. Segundo Magee (1975) a árvore de decisões, como acontece com nenhum outro instrumento de análise, pode tornar mais claros aos administradores os riscos, as opções, os

---

<sup>18</sup> Mop quer dizer, mais provável, otimista, pessimista.

objetivos, as vantagens financeiras e as informações necessárias no caso de um problema de investimentos.

Neste sentido, como o problema de uma decisão não é proposto em termos da decisão isolada (porque a decisão de hoje depende da que se tomará amanhã), a árvore de decisão demonstra os caminhos possíveis e as respectivas conseqüências em adotá-los. Não pode ser dito que se procura identificar todas as ocorrências possíveis ou todas as decisões que têm que ser tomadas sobre o projeto em estudo, mas sim, na árvore de decisão, indica-se apenas as decisões, ocorrências ou resultados que são importantes e que têm conseqüências que se deseja comparar. Sendo assim, Magee (op. cit.), acrescenta que os requisitos para se poder traçar uma árvore de decisão são:

- Identificar os pontos de decisão e alternativas existentes em cada caso;
- Ressaltar os pontos de incerteza e o tipo ou amplitude de resultados alternativos;
- Calcular os valores necessários para fazer a análise, especialmente as probabilidades de diferentes ocorrências ou resultados de medidas e os custos e ganhos referentes a várias ocorrências e medidas;
- Analisar os valores alternativos para escolha do rumo a tomar.

Magee (op. cit.) conclui que a árvore de decisão não fornece à direção a resposta a um problema de investimentos; antes, ajuda a direção a determinar que alternativas, em qualquer ponto de opção, em particular, proporciona a maior expectativa de ganhos financeiros, dadas as informações e as alternativas referentes à decisão. Assim, a árvore de decisão permite examinar vários rumos ou alternativas, a seguir, na implementação de um projeto de investimento, com maior facilidade e clareza. Por isso Ross; Westerfield e Jaffe (1995) acrescentam que a árvore de decisão é uma ferramenta importante na identificação de fluxos de caixa incertos, resolvendo um problema fundamental, na análise do VPL, que é lidar com resultados futuros desconhecidos.

## 2.10 Teoria das Opções Gerais

A tomada de decisão de investimentos em projetos, num mundo cada vez mais dinâmico e imprevisível, exige muita *expertise* e flexibilidade nas decisões. Segundo Brandão (2001), a regra básica coloca que a decisão de investimentos empresariais nesse ambiente de incerteza defende que o gerente deva investir em projetos sempre que os benefícios destes sejam superiores aos custos envolvidos na sua implantação. Para isso os custos e benefícios futuros são expressos em termos de caixa e a preços correntes, ou melhor, devem ser descontados da data em que realmente irão ocorrer até o momento presente, mediante uma taxa que reflita o custo de capital da empresa e o risco do empreendimento.

O método do fluxo de caixa descontado ou valor presente líquido é o recomendado pela teoria financeira, por estar de acordo com a lógica de maximização do valor da empresa. Ainda, segundo Brandão (2001), esta norma tem por base algumas premissas implícitas, como: o investimento no projeto é reversível, o custo poderá ser recuperado no futuro caso a empresa desista do mesmo, em resposta às condições de mercado desfavorável e se o investimento for irreversível, a oportunidade de fazê-lo é inadiável, ou seja, realiza-se o projeto hoje ou nunca será implementado.

Por essa razão Barbierato (2000) coloca que em se tratando de avaliação de empresas e projetos, uma grande maioria de acadêmicos e financistas concordam que tanto a regra do VPL ou fluxo de caixa descontado como a TIR são inadequados, uma vez que, não conseguem captar a flexibilidade administrativa necessária para se adaptar a novas situações inesperadas, fruto desse mercado em constante mutação, já que trazem consigo hipóteses implícitas sobre um “cenário esperado”, no tocante ao fluxo de caixa, para além de presumir um comportamento passivo da administração do negócio de acordo com uma dada estratégia inicial de operações. Esse método considera que os riscos podem ser antecipados porque são previsíveis e em cima disso cria-se um cenário ideal que na prática não existe.

O ideal seria que a administração fosse capaz de adiar, expandir, contratar, abandonar ou imprimir qualquer outro tipo de alteração no projeto, em diferentes estágios de sua existência. Essa maior flexibilidade gerencial, permite alterações

futuras inesperadas, respondendo, assim, às novas condições de mercado, expandindo o valor de uma oportunidade de investimento pela existência da possibilidade de incremento de seu potencial de crescimento e pela limitação do seu potencial de perda.

Para chegar-se a essa flexibilidade gerencial, no momento da decisão por investimentos, em projetos empresariais, deve-se reportar à utilização do conceito de opções. Da prática do mercado e da teoria de *Fisher Black* e *Myron Scholes* (anos 70) no tocante às opções financeiras, sabe-se que existe valor numa opção de compra e que este valor deriva do fato de que os possíveis ganhos com opções não são simétricos, ou seja, se o futuro for favorável, o resultado será positivo, e em sendo desfavorável, na pior das hipóteses o resultado será zero, pois a opção não será exercida. Neste sentido o valor de um projeto seria:

$$\text{Valor do Projeto} = \text{VPL} + \text{Valor da Opção}.$$

Quanto maior for o número de opções e incerteza inerente à sua utilização, maior será o segundo membro desta expressão e, conseqüentemente, maior será o valor do projeto. Neste sentido, este também pode ser designado por valor atualizado líquido estratégico que difere do conceito de VPL por incorporar três tipos de considerações eventualmente omissas na análise convencional do VPL:

- Avaliação da flexibilidade resultante das alternativas de decisão relacionadas com as opções reais;
- Avaliação dos efeitos na posição de mercado da empresa;
- Avaliação do risco, utilizando medidas de mercado, sempre que possível.

Isto não significa que o VPL tradicional não tem importância. Pelo contrário, este deve ser considerado como *input* crucial e necessário à análise do VPL expandido ou estratégico, via a relação:

$$\text{VPL estratégico} = \text{VAL estático} + \text{Valor das opções da gestão ativa}.$$

Esta abordagem tem a virtude de conceber e, até, quantificar o valor das opções provenientes de uma gestão ativa. Este valor manifesta-se como uma

coleção de opções reais (*call* ou *put*) incorporadas nas oportunidades de investimento de capital, tendo subjacente como ativo o valor bruto do projeto.

Brandão (2001) conclui que ao exercer a opção de investir no projeto, a empresa perde essa opção, abrindo mão de esperar por novas informações que poderiam influenciar de alguma forma a sua decisão de investimento. Seguindo esta linha, além do custo do investimento do projeto em si, deve-se adicionar o custo de oportunidade desta opção que se perdeu. Com isso, quer dizer-se que, quando existe a flexibilidade de se adiar o projeto, a regra do VPL, que afirma que se deve investir sempre que o benefício for maior que o custo, não seria o mais correto já que se deve acrescentar a este custo o valor da opção, opção essa que pode ser classificada em algumas categorias básicas como: adiar, alterar a escala de produção, substituição, abandono e crescimento como visto anteriormente.

A análise, utilizando o conceito de opções reais, ajuda aqueles que tomam a decisão de investimentos em projetos a transformar esse mercado, em constante mutação, em uma ferramenta estratégica, auxiliando na avaliação da oportunidade de um novo investimento e, principalmente, orientando-os sobre o momento ótimo de investir. Essa é uma ferramenta muito útil para investidores de capital de riscos que atuam, principalmente, em nicho de mercado inovador e sem histórico.

O problema que se levanta, é que a modelagem dessa técnica em situações reais, por enquanto, envolve modelagem matemática complexa e, sendo assim, tem limitada a sua disseminação no meio empresarial, mas a sua utilização permite ao investidor despende uma parte de capital no início e ir monitorando o desempenho desta, aumentando ou diminuindo o seu investimento, conforme os resultados atingidos.

### **2.10.1 Opções Reais como Ferramenta Estratégica**

Copeland; Koller e Murrin (2000) colocam que raciocinar estrategicamente utilizando as noções de opções reais, pode criar valor através da identificação de ações específicas que irão tirar proveito das incertezas, ou seja, o valor de um projeto é composto pelo seu fluxo de caixa com as opções reais embutidas nele.

Esta é uma verdade maior, ainda, em mercados emergentes, isto porque nestes mercados as avaliações são complexas por causa das incertezas geradas por instabilidades econômicas e políticas, e pelas potencialidades que surgem em ambientes competitivos menos desenvolvidos. Sob este enfoque, nestes mercados a aplicação da técnica baseada em opções reais torna-se particularmente relevante. Entretanto, em função da sua complexidade, a avaliação das opções reais só deve ser aplicada em situações em que os benefícios sejam claros. Copeland; Koller e Murrin (2000) identificam três situações em que essa técnica é especialmente poderosa:

- O cálculo do DCF tradicional é negativo ou está próximo de zero;
- Alto valor de flexibilidade que precisa ser quantificado;
- Valor estratégico que não pode ser calculado pelo DCF tradicional.

A figura 2 apresenta as principais técnicas utilizadas na introdução de flexibilidade na elaboração de um projeto, condição necessária essencialmente em mercados como o brasileiro.

**FIGURA 2** Matriz de Mapeamento de Técnicas

<b>Incerteza</b> (probabilidade de recebimento de novas informações)	<b>Alta</b>	<b>Valor de flexibilidade moderada</b>	<b>Valor de flexibilidade alto</b>
	<b>Baixa</b>	<b>Valor de flexibilidade baixo</b>	<b>Valor de flexibilidade moderado</b>
		<b>Baixa</b>	<b>Alta</b>

**Flexibilidade** (capacidade de reagir)

**Fonte:** Copeland, Koller e Murrin (2000)

O método de opções reais é apresentado como a técnica apropriada para situações de altas incertezas, combinando as características desejáveis tanto do DCF como a árvore de decisão, uma vez que, aceita nós de decisões como também



procura títulos comparáveis com risco equivalente nos quais possa basear a taxa de desconto.

## 3 MÉTODO

### 3.1 Tipo de Pesquisa

Para a classificação da pesquisa, toma-se, como base, a classificação apresentada por Vergara (2000), que a qualifica em relação a dois aspectos: quanto aos fins e aos meios.

Quanto aos fins, a pesquisa é exploratória e descritiva. Exploratória uma vez que, embora as instituições escolhidas, sejam conhecidas e alvo de pesquisas em diversas áreas de investigação, não foi verificada a existência de estudos que abordassem os critérios de seleção e encaminhamento de projetos de investimentos, sob o ponto de vista que a pesquisa tem a intenção de abordar.

Será descritiva porque visa descrever critérios, procedimentos acerca da forma como é feita a seleção de projetos de investimentos nessas três instituições. Segundo Gil (1999): *“a pesquisa exploratória, habitualmente envolve levantamentos bibliográfico e documental, entrevistas não-padronizadas e estudos de caso”* (p. 43).

Neste sentido, no tocante aos meios, a pesquisa é bibliográfica, documental e estudo de caso. Bibliográfica, pois foi feito uso de material acessível ao público em geral, como livros, artigos, revistas e conteúdos da internet. Documental, porque foram usados documentos internos do Sebrae-RS, CRP e BRDE e entrevistas (Anexo A). Após uma análise preliminar dos dados levantados nesta fase qualitativa da pesquisa, foi elaborado um instrumento de coleta de dados que serviu de base para o desenvolvimento da fase quantitativa.

Esta etapa da pesquisa permitiu quantificar algumas variáveis, aprofundando, assim, o conhecimento iniciado na fase qualitativa, através de questionários com os clientes do BRDE e as participadas da CRP (Anexo A).

A pesquisa será um estudo de caso, uma vez que, vai-se circunscrever a três instituições<sup>19</sup>. De acordo com Gil (op. cit.) o estudo de caso possibilita uma tarefa que nas outras estratégias é praticamente impossível ser realizada, ou seja, um

---

<sup>19</sup> Classificada por Múltiplos casos, segundo Yin 1989.

conhecimento amplo e detalhado de poucos objetos estudados. Rossi (1993) complementa esta idéia, afirmando que *“O caráter científico do estudo de casos estaria não naquilo que seria observado nos casos em si, mas no que eles pudessem sugerir a respeito do fenômeno estudado de um modo geral”* (p. 104).

O estudo de caso é definido como o método que examina um fenômeno em seu ambiente natural, pela aplicação de várias ferramentas de coletas de dados, com o objetivo de obter informações de uma ou mais entidade.

De acordo com Yin (1989), a preferência pelo uso do estudo de caso deve ser dada quando do estudo de eventos contemporâneos, em situações onde os comportamentos relevantes não podem ser manipulados, mas onde é possível se fazer observações diretas e entrevistas sistemáticas. Apesar de ter pontos em comum com o método histórico, o estudo de caso se caracteriza, segundo o mesmo autor pela "... capacidade de lidar com uma completa variedade de evidências- documentos, artefatos, entrevistas e observações".

De forma sintética, Yin (1989) apresenta quatro aplicações para o Método do Estudo de Caso:

1. Para explicar ligações causais nas intervenções na vida real que são muito complexas para serem abordadas pelos 'surveys' ou pelas estratégias experimentais;
2. Para descrever o contexto da vida real no qual a intervenção ocorreu;
3. Para fazer uma avaliação, ainda que de forma descritiva, da intervenção realizada; e
4. Para explorar aquelas situações onde as intervenções avaliadas não possuam resultados claros e específicos.

Ao comparar o Método do Estudo de Caso com outros métodos, Yin (1989) afirma que para se definir o método a ser usado é preciso analisar as questões que são colocadas pela investigação. De modo específico, este método é adequado para responder às questões "como" e "por que" que são questões explicativas e tratam de

relações operacionais que ocorrem ao longo do tempo mais do que freqüências ou incidências.

### **3.2 Universo e Amostra**

O universo da pesquisa de campo foi os departamentos de seleção e encaminhamento de investimentos das três instituições escolhidas. Para essa escolha pesou um dos tipos de atividade que desenvolvem, que é parecido, seleção de projetos de investimentos e o fato de ambas serem promotoras da iniciativa privada no estado de Rio Grande do Sul nos diversos domínios.

De um lado temos o Sebrae-RS na promoção das Micro e Pequenas Empresas (desenvolve hoje programas, também, para o vendedor ambulante) e de outro a CRP que participa na promoção de projetos das empresas de tecnologia, através da participação no seu capital social. O BRDE, como Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul participa em projetos, diversos, nos estados do sul do Brasil. Além disso, vale acrescentar que o Sebrae-RS e o BRDE participam como investidores na CRP; a primeira, num fundo de capital de risco e a segunda como acionista da empresa.

Criado no ano de 1990 pelas Leis nº 8.029 e nº 8.154, e regulamentado no mesmo ano pelo Decreto nº 99.570, o atual Sebrae surgiu numa época de grandes transformações do ambiente econômico, social e político brasileiro. O Sebrae-Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas é uma instituição técnica de apoio ao desenvolvimento da atividade empresarial de pequeno porte, voltada para o fomento e difusão de programas e projetos que visam à promoção e ao fortalecimento das Micro e Pequenas Empresas.

Seu propósito é trabalhar de forma estratégica, inovadora e pragmática para fazer com que o universo dos pequenos negócios no Brasil tenha as melhores condições possíveis para uma evolução sustentável, contribuindo para o desenvolvimento do País como um todo.

Foi criado por lei de iniciativa do Poder Executivo, concebida em harmonia com as confederações representativas das forças produtivas nacionais. Sem esta parceria entre os setores públicos, privados e as principais entidades de fomento e

pesquisa do País, este modelo não teria a eficiência e a eficácia que têm revelado ao longo do tempo e, por conseguinte, o destaque internacional que conseguiu.

O Sebrae é predominantemente administrado pela iniciativa privada. Constitui-se em serviço social autônomo - uma sociedade civil sem fins lucrativos que, embora operando em sintonia com o setor público, não se vincula à estrutura pública federal.

A instituição é fruto, portanto, de uma decisão política da cúpula empresarial e do Estado, que se associaram para criá-la e cooperam na busca de objetivos comuns. É, por isso mesmo, uma entidade empresarial voltada para atender ao segmento privado, embora desempenhe função pública e tenha sempre em consideração as necessidades do desenvolvimento econômico e social do País.

Cerca de 4.500 pessoas formam o quadro funcional do Sistema Sebrae - 260 integram seu núcleo central, localizado em Brasília, e as demais se distribuem pelos Sebrae estaduais nas 27 unidades da Federação. O contingente é modesto, em termos quantitativos, mas atua de maneira a conferir à entidade alcance e capilaridade nacional, numa estrutura descentralizada que cobre todo o Brasil e vem se interiorizando a cada ano, visando melhor atender às pequenas comunidades.

As operações do núcleo central estão a cargo de uma Diretoria-Executiva, composta por um diretor-presidente, um diretor-técnico e um diretor-administrativo-financeiro, assessorados por técnicos diretamente responsáveis pelo desenvolvimento dos programas e atividades do Sebrae.

Basicamente, esta estrutura reproduz-se nas unidades dos estados (como é o caso do Sebrae-RS – o ativo no ano 2000 foi de R\$ 18.419.720), que contam com seus respectivos conselhos deliberativos (de composição semelhante ao nacional), superintendências e gerências.

As unidades Sebrae nos estados e no Distrito Federal têm ampla autonomia no desempenho de suas funções, cabendo ao núcleo central orientar e coordenar a atuação do sistema, estabelecer normas e estratégias e incumbir-se das atividades de natureza política, em âmbito nacional.

Por sua vez, o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul – BRDE, é uma instituição financeira pública de fomento criada pelos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, em 22 de dezembro de 1961. Organizado como autarquia interestadual, o Banco conta com autonomia administrativa e personalidade jurídica próprias.

Como autarquia, com capital partilhado igualmente entre os Estados-Membros, seu acervo integra o patrimônio destes estados, que são subsidiariamente responsáveis por suas obrigações (total do ativo, em 2000, foi de R\$ 1,67 bilhões).

Sua área de atuação é a Região Sul do Brasil e, para tanto, possui agências em Porto Alegre (RS), onde também se situa sua sede, Florianópolis (SC) e Curitiba (PR). Cada agência é responsável pela condução dos negócios no respectivo estado.

Como instrumento governamental para a promoção do desenvolvimento da Região, o BRDE financiou, até o ano de 1999, um montante acumulado de US\$ 15,4 bilhões, induzindo investimentos totais de US\$ 36,2 bilhões, distribuídos entre mais de 40 mil projetos, que resultaram na geração estimada de 1,3 milhões de novos postos de trabalho e em um adicional de arrecadação, para os estados controladores, da ordem de US\$ 4,7 bilhões.

A Companhia Riograndense de Participações – CRP é uma das pioneiras na administração de investimentos de capital de risco no Brasil, exercendo essa atividade desde o ano de 1982. Como administradora de capital de risco, a CRP estruturou e opera carteira própria e de terceiros, como a Caderi Capital de Risco S.A., criada em 1990,<sup>20</sup> e os fundos de investimentos em empresas emergentes – RSTec e SCTec - a partir do ano de 1999.

A CRP criou, nesses anos, sistemática de atuação que lhe permite estruturar e administrar fundos de capital de risco nos seus vários aspectos (captação, gestão e desinvestimento) e desenvolveu técnicas próprias de avaliação e

---

<sup>20</sup> A CRP e o fundo CADERI não fazem mais investimentos, estando apenas sob administração do capital já investido nas empresas. Os fundos RSTec e SCTec é que estão em plena fase de investimentos.

acompanhamento de empresas emergentes. A CRP tem uma forte atuação na região sul do Brasil, onde se concentram seus principais investidores, como também seus negócios, sejam os investimentos realizados como os serviços financeiros prestados.

A CRP tem como principal acionista a holding PARGS S.A. (59,6% das ações da CRP, a controlando), composta por investidores privados do Rio Grande do Sul, como a Arbi Rio Incorporações Imobiliárias S/A (12,81%), Petropar (11,09%), Artecola Indústrias Químicas Ltda. (10,08), Gerdau (9,21%), Sul América Santa Cruz Seguros S/A (8,54%), Olvebra S/A (8,08), Ipiranga (6,67%), Habitasul (5,30%), BLM Associados Representações e Participações Ltda. (5,52%), Frota de Petroleiros do Sul Ltda. (2,37%) entre outros. Também são acionistas da CRP o BRDE (20,20%) e o Banrisul (20,20%).

Como investidores nos fundos administrados pela CRP, destacam-se, entre outros: a própria CRP, DG Participações Societárias Ltda, Docas S/A, BNDESPAR, Corporação Financeira Internacional, Corporação Inter-Americana de Investimento, Gerdau, Olvebra, Petropar, (no fundo CADERI); SEBRAE-RS, BID/FUMIN, BNDESPAR (no fundo RSTec); BNDESPAR, Sebrae, BID-FUMIN, Celos e Previsc (no fundo SCTec). A tabela 4 apresenta os integrantes dos fundos e as suas respectivas participações.

**Tabela 4 – Participação dos Investidores nos Fundos Administrados pela CRP**

<b>Empresas</b>	<b>Fundos</b>		
	Caderi <sup>21</sup> (%)	RSTec <sup>22</sup> (%)	SCTec (%)
<b>CRP</b>	20,20		
<b>DG Participações</b>	5,05		
<b>Docas S/A</b>	5,05		
<b>Olvebra S/A</b>	4,05		
<b>Petropar S/A</b>	5,05		
<b>Gerdau S/A</b>	5,05		
<b>Inter-American Investment</b>	20,20		
<b>BNDESPAR</b>	20,20	25,00	33,00
<b>International Finance Corp.</b>	15,15		
<b>BID/FUMIN</b>		40,00	17,00
<b>Sebrae-RS</b>		25,00	
<b>Inv. Privados</b>		10,00	
<b>Sebrae</b>			33,00
<b>Celos</b>			11,00
<b>Previsc</b>			6,00
<b>Total</b>	100	100	100

Fonte: CRP

Percebe-se que a CRP, BNDESPAR, BID-FUMIN, Sebrae-RS e Sebrae são os grandes investidores dos fundos administrados pela CRP. Como investidor de capital de risco (*venture capital*), o objetivo da CRP é de realizar investimentos em pequenas e médias empresas com grande potencial de crescimento que permitam a obtenção de retorno aos seus investidores compatíveis com os riscos assumidos e num horizonte de tempo preestabelecido, uma vez que, existe um tempo preestabelecido para a retira do capital social da empresa.

Segundo Barbierato (2000) as companhias de *Venture Capital* (VCs) administram fundos de risco, investindo em projetos de empresas ou em empresas

<sup>21</sup> Não existiam instrumentos legais para formação de um fundo de capital de risco em 1991, quando a CADERI foi criada; por isso, ela é uma S/A.

<sup>22</sup> Criado em 1999, já é um fundo de capital de risco, não tendo ações, mas quotas -instrução nº 209 da CVM. O SCTec foi criado em 2000, nos mesmos moldes do RSTec.



em início de operação (conhecidas como *start ups*), em ambientes extremamente incertos, mas com possibilidades de altos retornos. As operações realizadas por essas companhias, consistem em selecionar projetos de negócio ou empresas *start ups* com maior retorno previsto, investindo nessas, além de capital, os recursos humanos necessários (criação de estratégias de marketing, financeira, jurídica, técnica entre outros), até que estas obtenham considerável solidez e valor de mercado. Neste ponto, prepara-se toda a operação de abertura do capital destas empresas nas bolsas de valores, operações conhecidas pela sigla PO, de Initial Public Offering. Por essa razão, ao entrar numa empresa a *venture capital* aconselha-a a criar liquidez aos seus títulos para poder facilitar a saída.

Vale acrescentar que se os demais donos da empresa não quiserem a abertura de capital da empresa para venda na bolsa de valores (entrando novos acionistas) têm a opção de compra da participação da Sociedade de Capital de Risco, opção essa, que geralmente, consta no contrato assinado entre as duas partes na ocasião em que a *venture capital* decide participar no projeto. A questão é que essa opção é um perigo ao sucesso do negócio, uma vez que, os empreendedores, quase sempre, não têm dinheiro para comprar esta participação e acabam “sangrando” a empresa para adquirir a participação, colocando em risco o futuro do empreendimento. No entanto esta é a modalidade mais utilizada pela CRP.

### **3.3 Seleção dos Sujeitos**

Os sujeitos das pesquisas serão os trabalhadores dos três departamentos de análise, seleção ou encaminhamento de projetos bem como os respectivos diretores para se poder entender a forma como as decisões são tomadas dentro de cada uma dessas instituições. Para a aplicação dos questionários, os sujeitos foram os empreendedores do negócio ou seus administradores financeiros.

### **3.4 Coleta e Tratamento dos Dados**

Para a coleta dos dados, as instituições-alvo da pesquisa foram visitadas com o intuito de recolher dados (documental e entrevistas) utilizados na elaboração da dissertação.

Segundo Haguette (2000), a entrevista pode ser entendida como um processo de interação social entre duas pessoas na qual uma delas, o entrevistador, tem como objetivo a obtenção de informações por parte do outro, o entrevistado. As informações são obtidas através de um roteiro de entrevistas constando uma lista de pontos ou tópicos, preliminarmente definida, de acordo com uma problemática central e que deve ser seguida.

Ainda, segundo Haguette (op. cit.) o processo de interação contém, quatro componentes que devem ser expostos, mostrando as suas vantagens, desvantagens e limitações, quais sejam: o entrevistador, o entrevistado, a situação da entrevista e o instrumento de coleta dos dados, ou roteiro de perguntas.

Para atender estas questões, as entrevistas foram semi-estruturadas e utilizou-se um gravador para coletar as informações, que foram depois transcritas e analisadas em função do problema de pesquisa. A ordem das questões foi de acordo com a situação de cada entrevista, de modo a melhor explorar as respostas dos entrevistados.

Por entrevista semi-estruturada deve-se entender, segundo Triviños (1990) a que parte de certos questionamentos básicos, com apoio em teorias e hipóteses, que interessam à pesquisa, e que, em seguida, oferecem amplo campo de interrogativas, fruto de novas hipóteses que vão surgindo à medida que se recebem as respostas do informante. Nesta perspectiva, o entrevistado, seguindo espontaneamente a linha de seu pensamento e de suas experiências dentro do foco principal colocado pelo pesquisador, começa a participar na elaboração do conteúdo da pesquisa.

Para os clientes e participadas do BRDE e CRP, respectivamente, elaborou-se um questionário e este foi enviado via e-mail ou correio para ser respondido e devolvido pelos empreendedores ou gerentes de finanças, sem se identificarem. Partiu-se com dezoito participadas da CRP (o total da sua carteira) e cinquenta e cinco clientes do BRDE. Deste total, catorze participadas e vinte e sete clientes responderam. A Tabela 5, abaixo, sintetiza este fato.

**Tabela 5 – Números da Pesquisa Quantitativa**

<b>Instituições</b>	<b>Números Iniciais</b>	<b>Números Finais</b>	<b>Percentagem</b>
<b>CRP</b>	18	14	77,77
<b>BRDE</b>	55	27	49,09

O Sebrae-RS ficou de fora, já que, as informações dos projetos encaminhados pela instituição ficam com os bancos que liberam o empréstimo. Para, além disso, esses empreendedores não se mostram interessados neste tipo de pesquisa.

Segundo Churchill (2001) a aplicação de questionários pela Web é muito utilizado nas pesquisas científicas, nos Estados Unidos e geralmente tem produzido bons níveis de respostas. Além da vantagem de reduzir consideravelmente o custo e possibilidade de trabalhar com grandes amostras ela possibilita uma velocidade nas respostas, surpreendente.

O objetivo desta pesquisa quantitativa foi traçar os perfis dos clientes e participadas do BRDE e CRP e as suas posições e satisfação em relação aos serviços prestados pelas duas instituições. Segundo Parasuraman (1991), um questionário é tão somente um conjunto de questões, feito para gerar os dados necessários para se atingir os objetivos do projeto.

Para responder ao questionário optou-se por questões de múltipla escolha. Os respondentes, em função desta escolha, optaram por uma das alternativas, ou por determinado número permitido de opções. Segundo Mattar (1994), são as seguintes as principais vantagens e desvantagens das questões de múltipla escolha:

### **Vantagens**

- . Facilidade de aplicação, processo e análise;
- . Facilidade e rapidez no ato de responder;
- . Apresentam pouca possibilidade de erros;
- . Diferentemente das dicotômicas, trabalham com diversas alternativas.

## **Desvantagens**

- . Exigem muito cuidado e tempo de preparação para garantir que todas as opções de respostas sejam oferecidas;
- . Se alguma alternativa importante não foi previamente incluída, fortes vieses podem ocorrer, mesmo quando esteja sendo oferecida a alternativa "Outros. Quais?";
- . O respondente pode ser influenciado pelas alternativas apresentadas.

Para o pré-teste do questionário utilizou-se os colegas e algumas empresas, uma vez que o público escolhido, para o trabalho, é um pouco resistente à participação neste tipo de pesquisa.

É importante a realização de um pré-teste porque é provável que não se consiga prever todos os problemas e/ou dúvidas que podem surgir durante a aplicação do questionário. Sem o pré-teste, pode haver grande perda de tempo, dinheiro e credibilidade caso se constate algum problema grave com o questionário já na fase de aplicação. Neste caso o questionário terá que ser refeito e estarão perdidas todas as informações já colhidas.

Goode e Hatt (1972), afirmam que nenhuma quantidade de pensamento, não importa quão lógica seja a mente e brilhante a compreensão, pode substituir uma cuidadosa verificação empírica. Daí, a importância em se saber como o instrumento de coleta de dados se comporta numa situação real através do pré-teste.

Mattar (1994), coloca que os pré-testes podem ser realizados inclusive nos primeiros estágios, quando o instrumento ainda está em desenvolvimento, quando o próprio pesquisador pode realizá-lo, através de entrevista pessoal. O pré-teste é, segundo Goode e Hatt (1972), um ensaio-geral. Cada parte do procedimento deve ser projetada e implementada exatamente como o será na hora efetiva da coleta de dados. As instruções para a entrevista devem estar na formulação final, e serem obedecidas rigorosamente, para se ver se são ou não adequadas. O questionário deve ser apresentado na forma final e a amostra (embora menor) deve ser obtida segundo o mesmo plano que gerará a amostra final. Os resultados do pré-teste são então tabulados para que se conheçam as limitações do instrumento. Isto incluirá a proporção de respostas do tipo "não sei", de questões difíceis, ambíguas e mal

formuladas, a proporção de pessoas que recusam a entrevista, bem como os comentários feitos pelos respondentes sobre determinadas questões.

Caso o pré-teste revele necessidade de muitas alterações, o questionário revisado deverá ser então novamente testado. O processo será repetido tantas vezes quantas forem necessárias, até que o instrumento se encontre maduro, pronto para ser aplicado. De acordo com Mattar (1994), para instrumentos que foram cuidadosamente desenvolvidos, dois ou três pré-testes costumam ser suficientes.

No caso desta pesquisa, o questionário simples, no pré-teste, não evidenciou nenhum tipo de problema que pudesse vir a distorcer os resultados da pesquisa. De posse dos dados do pré-teste, estes foram analisados para verificar se havia falhas ou imprecisão na redação e questões complexas ou desnecessárias (Gil, 1999).

Na aplicação do questionário os resultados ficaram um pouco aquém do esperado (principalmente com os clientes do BRDE) e isto se deve à quantidade de pessoas que não devolveram os questionários.

Na posse dos dados, da pesquisa qualitativa, as três instituições estudadas foram analisadas com a redação, posteriormente, dos resultados individuais diante da teoria e objetivos do estudo proposto. Após, foi realizada uma análise conjunta dos três casos e, em seguida, uma análise dos resultados em confronto com a teoria existente.

Na pesquisa quantitativa, os questionários são trabalhados utilizando os recursos do Excel e *Statistical Package for the Social Sciences-SPSS*. Para isso, tabulou-se as respostas com os números um, dois ou três, e as questões cinco e dezoito do questionário do BRDE equivalentes a oito e vinte um do questionário da CRP foram desmembradas em A, B, C e D, conforme o caso, para poder facilitar na análise. Vale salientar que o questionário do BRDE foi gerado em cima do questionário da CRP e, sendo assim, algumas perguntas constantes no segundo não constam da primeira. Nestes casos, na tabulação, essas questões são tabuladas para os casos da CRP e deixados em branco os casos do BRDE. Ou seja, a numeração das questões no SPSS obedece às utilizadas no questionário da CRP.

Primeiramente, as respostas são trabalhadas no Excel 4.0 e transportadas para o SPSS para a análise. No SPSS, tira-se a estatística descritiva, frequência e se faz dois testes não-paramétricos:

- Teste-U para as variáveis numéricas e ordinal e;
- Teste exato de Fisher para as variáveis categóricas.

O teste-U de Mann-Whitney pode ser usado de forma equivalente ao teste t-Student, para amostras independentes quando certos pressupostos não são satisfeitos. É recomendado nos seguintes casos: quando não ocorre distribuição normal ou homogeneidade de variância ou ambos e quando o nível de medida da variável dependente é ordinal ou numérico em lugar de intervalar ou razão. Este teste segundo Siegel (1975) busca comprovar se dois grupos independentes foram extraídos da mesma população.

Ainda segundo Siegel (1975), trata-se de uma das mais poderosas provas não-paramétricas, e constitui uma alternativa extremamente útil da prova paramétrica t, quando o pesquisador deseja evitar as suposições exigidas por este último, ou quando a mensuração atingida é inferior à escala de intervalos.

O teste exato de Fisher constitui uma técnica não-paramétrica útil para analisar dados discretos, quando o tamanho de duas amostras independentes é pequeno. Inicialmente a idéia era usar o teste Qui-Quadrado, mais em função de concentração das respostas, agrupou-se as respostas em menos medidores e utilizou-se o teste exato de Fisher que apresenta resultados mais confiáveis. Estes testes vão dar embasamento para aceitar ou rejeitar algumas hipóteses levantadas. Para isso rejeita-se a hipótese nula para níveis de significância menor ou igual a 5% e aceita para níveis maiores de que 5%.

Os resultados dos questionários são utilizados com o intuito de dar mais embasamento aos dados colhidos junto às instituições, traçar o perfil dos clientes e participadas do BRDE e CRP, bem como suas satisfações e posições em relação aos serviços prestados pelas duas instituições. Esses processos darão suporte às conclusões e à verificação dos caminhos para novos estudos.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 Análise do Trabalho de Campo

Analisando as informações colhidas, na primeira parte do estudo, percebe-se que as diferenças entre as abordagens utilizadas na seleção e encaminhamento de projetos são um pouco acentuadas, principalmente, analisando os casos BRDE e CRP, que realmente fazem a seleção.

Mesmo considerando que são instituições que possuem focos de atuações distintas percebe-se que a seleção dos projetos se centra muito em cima dos resultados esperados em termos de retornos para os empresários e as instituições credoras receberem seus investimentos. Isso vale tanto para a CRP como BRDE e Sebrae-RS, sendo que, nas duas instituições de fomento esse retorno é visto considerando a capacidade de pagamento do projeto e na CRP no quanto se consegue lucrar com o desinvestimento.

Fica evidente na CRP e BRDE e respostas dos clientes e participadas que elas concentram uma boa parte das suas análises e, conseqüentemente, da seleção de projetos de investimentos das empresas, no retorno financeiro que esta proporcionará. Isto mostra que independentemente da instituição ser privada (CRP) ou de fomento ao desenvolvimento (BRDE) este ponto é idêntico. Entretanto, nas respostas dos clientes do BRDE, mesmo que o retorno tenha se destacado, as garantias foram apontadas, em primeiro lugar no rol das exigências do banco.

No caso do Sebrae-RS, o modelo adotado para encaminhar o projeto vai de encontro às exigências dos bancos financiadores. De acordo com o entrevistado eles não podem dizer, "...há vamos mudar agora...". Segundo ele, no fundo até podem, mas o banco pode dizer que assim não consegue enxergar, ou melhor, que daquele jeito não consegue captar todas as informações para o seu sistema de *credit-score*. Sendo assim, o roteiro de análise é discutido com o banco para evitar ou minimizar divergências entre o banco e o Sebrae-RS. Neste sentido, o modelo de informações utilizado pelo Sebrae-RS é o mesmo de que o banco precisa, centrando-se em cima da capacidade de pagamento do projeto e garantias.

Segundo os clientes do BRDE a renda e o emprego, que o projeto, oferece têm um papel importante na hora de seleção de um projeto pela instituição, fato não constatado com os clientes da CRP. Este fato foi comprovado com o teste exato de Fisher a ser visto mais adiante.

Um ponto peculiar da CRP em relação ao Sebrae-RS e BRDE, encontrada na pesquisa de campo feita nas três, é que enquanto na primeira o empresário, que está por trás de um projeto, é um ponto diferencial que pode ser determinante na escolha ou rejeição do projeto, as duas instituições de fomento, com maior ênfase no Sebrae-RS, considera que trabalham para os empresários. Pela análise das respostas dos clientes do BRDE e informações colhidas, na instituição, percebe-se que esta faz uma análise profunda dos projetos, e existe uma tendência para que este seja utilizado como suporte para a gestão pelos empreendedores.

Das vinte e sete respostas dos empresários apenas três se manifestaram sobre utilizar em parte as premissas dos projetos aprovados pelo BRDE. Por sua vez, nas participadas da CRP todas as empresas que responderam dizem utilizar essas premissas.

Pela análise das respostas dos clientes do BRDE percebe-se alguma fragilidade na capacidade de monitoração do banco em relação aos projetos financiados. Isto certamente se deve ao fato dessa monitoração ser custosa, de o banco não possuir quadros suficientes e possuir nas garantias a possibilidade de reaver o seu investimento caso o projeto fracasse.

A análise financeira do projeto visto como uma das etapas principais na tarefa de selecionar projetos de investimentos das empresas é tida como uma das etapas importantes na CRP mais não determinante. Nesta instituição um plano de negócio bem elaborado é um bom “cartão de visita” mas não determina a escolha. Para a CRP vale mais quem está atrás daquele projeto do que o projeto em si. Este pormenor é uma característica das *venture capitals* que colocam nas pessoas uma boa carga da sua credibilidade nos projetos. Segundo o entrevistado da CRP:



“Naturalmente que sem a questão financeira não vamos fazer o investimento, mas com a questão financeira, mas sem a questão não-financeira, com certeza não fazemos o investimento. Talvez sejamos um pouco mais flexíveis na questão financeira, apostando numa condição de crescimento extraordinário, num valor que a gente mesmo possa agregar na empresa ou na nossa capacidade de agregar valor no outro lado, ou seja, a nossa capacidade de transformar alguém que não é empresário num empresário, do que nos cálculos financeiros”.

No entanto, os empreendedores consideram que a CRP determina a sua seleção de projeto mais em cima da inovação e retorno do projeto (notas 4 e 3) que na experiência de quem está por trás da idéia. A experiência (nota 2) não deixa de ser importante, mas ela é superada pelos outros dois pontos, segundo as empresas participadas, fato que contradiz a postura defendida pela instituição.

Por sua vez, consta-se na pesquisa qualitativa, que as pessoas que estão por trás de um projeto são importantes, mas não determinam na seleção e encaminhamento do projeto no Sebrae-RS e BRDE. No caso do Sebrae-RS e BRDE, como fazem um trabalho para o empresário, pouco importa quem está atrás deste, centrando a análise mais na análise da viabilidade econômico/financeira e satisfação das resoluções e enquadramento (Anexo C).

No BRDE percebe-se que mesmo que coloquem uma certa importância naquele que está por detrás de um determinado projeto este se torna insignificante se os índices mínimos exigidos pelo banco não forem atingidos. É claro que, segundo os entrevistados (pesquisa qualitativa), em certos casos se pede o reenquadramento, mas este se centrará mais em detalhes financeiros que melhoraram o índice do que na figura do empreendedor.

Os clientes do BRDE consideram as garantias (nota 4) como fator determinante na escolha do projeto pelo banco. Um ponto que também foi destacado é a renda e emprego (também nota 4) que esses projetos vão propiciar. O retorno e a experiência do empreendedor receberam nota três, o que demonstra que segundo os empresários todos esses pontos são importantes na hora de conseguir um financiamento no BRDE. Segundo um dos entrevistados “...Nós não nos apegamos só no retorno, mas sim em todo um conjunto de quesitos que julgamos. É claro que o retorno é importante, mas não é determinante...”.

No caso da CRP a renda e emprego foram as menos pontuadas pelas participadas, o que não chega a ser um espanto em função da idéia subjacente a uma empresa de capital de risco e privada.

Estas diferenças são pertinentes com as posições que assumem junto aos seus clientes ou participadas. A CRP com a participação se transforma num dos sócios do negócio, correndo os mesmos riscos que os demais e sem garantias, apesar de possuir algumas salvaguardas no contrato de participação. Neste contrato, segundo o entrevistado, controlam algumas questões de governança corporativa, ou melhor, as matérias que realmente importam, ter decisão em conselho, são regulados no acordo que é feito junto com o ato de investimento e a participação no conselho, na verdade, funciona mais para falar das questões do dia-a-dia e não essas. Por isso, recentemente abdicaram do acento no conselho, mas participam ativamente de todas as reuniões do conselho.

Por sua vez, o BRDE será um credor como um outro qualquer e com pouca capacidade de intervir ao nível do negócio financiado e por isso se vale das garantias para resgatar o crédito caso não seja honrado. O Sebrae-RS, no entanto, não terá nenhuma relação com a instituição apoiada, mas sim, esta passará a relacionar-se com o banco que lhe fornecer o empréstimo. Este fato coloca o Sebrae-RS numa posição intermediária entre os empreendedores e os bancos podendo em certos casos, fornecer garantias complementares para crédito.

Analisando os critérios utilizados por estas instituições à luz da teoria percebe-se que elas conhecem os ensinamentos da academia, porém cada uma tenta explicar a utilização ou não deste ou daquele ferramental teórico. A principal explicação prende-se ao custo advindo de uma análise e seleção extremamente aprofundada.

Percebe-se que todas as instituições são cientes de que uma análise de projeto deve considerar a questão minimização dos riscos sem perder de vista os custos envolvidos e o tempo que isso implicaria. Para as instituições a utilização e, em certos casos, acompanhar a teoria implica custos que não serão compensados pelas certezas que trazem. Mais ainda, no caso das *venture capital*, como trabalham, na grande maioria, com empresas *start-ups* não seria possível, segundo

o entrevistado, capturar com os ensinamentos da teoria toda a parte subjetiva do projeto.

No entanto, já foi visto, que a utilização das opções reais poderá vir a ser um ótimo ferramental para as *ventures* precaverem-se contra incertezas e dosarem os seus investimentos em função dos resultados futuros. A utilização da teoria das opções reais como ferramenta estratégica pela CRP, lhe permitiria adiar o investimento, abandonar, sugerir alterações entre outros no momento de se decidir por uma determinada participação. Assim, poderia-se minimizar certos custos advindos de projetos *starts-ups* e altas incertezas que envolvem os projetos inovadores. Entretanto, percebe-se que esta ferramenta goza de baixa aceitação na CRP, em função da dificuldade na sua utilização.

Para a CRP a indústria de capital de risco, pelo seu histórico, percebeu que uma boa análise e seleção não está em usar todo o ferramental teórico, mas sim em procurar através de alguns tornar um projeto de investimento mais claro para eles e o empreendedor. Para, além disso, segundo o entrevistado uma análise considerando todos os ensinamentos teóricos tornaria o processo moroso, prejudicando a eficiência na seleção dos projetos de investimentos das empresas.

Na CRP, estão sempre atentos às melhorias que poderão implementar no processo de análise interno, porém estas precisam ser vistas junto com a questão tempo e capacitação interna, sob pena de não serem consideradas nos procedimentos dos técnicos da empresa.

Por seu turno, no BRDE, a análise busca cobrir a totalidade dos pontos que a teoria recomenda, mas percebe-se que os índices internos, as garantias, os retornos e o enquadramento são fatores-chaves no processo de seleção.

#### **4.2 Análise das Instituições Pesquisadas**

As três instituições pesquisadas desempenham um papel fundamental e, que podem ser complementares no desenvolvimento empresarial nos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná (estando a CRP com pretensões de atuar em São Paulo). A conjugação do apoio nas três é uma demonstração clara de que o desenvolvimento econômico de um país precisa da cooperação entre os agentes privados e públicos para se atingir o objetivo principal que é contribuir para o

desenvolvimento econômico com bem estar-social, ponto fraco no desenvolvimento de países como o Brasil.

Pensando nos públicos atendidos, pode-se perceber que aquele que vai a CRP pode até ser cliente do BRDE e Sebrae-RS, mas os clientes do Sebrae-RS e BRDE não teriam muito sucesso na CRP, instituição que está mais voltada para projetos inovadores, na área de tecnologia, e que possuem perspectiva de crescimento muito alto.

Isto reforça a tese de que as empresas de capital de risco só se interessam por projetos de empresas que crescem mais do que o normal, podendo com isso realizar lucros excepcionais com as suas participações na retirada do capital social. Pretendia-se medir esse crescimento ao nível da rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido-PL, mas apenas uma participada forneceu este dado (87% de crescimento), contra a média de 22% de crescimento dos clientes do BRDE.

A política de apenas selecionar projetos com perspectivas de alto retorno, adotada pela CRP, é prática comum entre as *ventures/privates*, uma vez que, deve-se considerar que na prática muitos dos projetos financiados por elas (empresas *start-up*, principalmente, sem perspectiva clara e sem histórico) fracassam e os poucos que vingam precisam fornecer retornos que permitem cobrir as perdas ocorridas, possibilitando, assim, que a instituição e seus fundos continuem sendo solventes.

Por seu turno, no BRDE, como banco de fomento, existem garantias que, se não cobrem e permitem realizar os retornos nos moldes que um projeto bem-sucedido permitirá, possibilitam reaver uma parte substancial do investimento feito nas empresas. É evidente que utilizar uma garantia, implica custos e transtornos para o banco, mas pelo menos não se perde a totalidade do dinheiro investido. Segundo um dos entrevistados do BRDE "...nós todos temos a consciência de que a garantia é necessária, uma vez que, envolve o comprometimento do empresário, mas na hora da execução ela é problema. É problema para buscar a máquina, executar a hipoteca, efetuar o leilão entre outros...".

A inadimplência e conseqüente perda são pontos em discussão no BRDE, uma vez que, estes já estiveram em níveis alarmantes, comprometendo por algumas

vezes a saúde financeira desta instituição de crédito, levando até a intervenção do Banco Central. Hoje consideram que esta questão está sob controle e arriscam dizer que os seus níveis são inferiores aos bancos comerciais.

#### **4.4 Análise dos Resultados do Questionário**

Não foi possível incluir os empresários assistidos pelo Sebrae-RS nesta pesquisa, uma vez que este organismo apenas encaminha projetos estando as informações destes sob a guarda do banco financiador e não com o Sebrae-RS. Para além deste pormenor, trabalhar com o público do Sebrae-RS mostrou-se praticamente impossível, já que a obtenção dos questionários se mostrou difícil.

Os resultados com as participadas da CRP mostram que das 14 respostas obtidas, 71,4% das empresas pertencem ao setor de tecnologia, o que comprova a tendência de investimentos das empresas de capital de risco no Brasil. Segundo o executivo da CRP essas empresas conseguem apresentar diferencial e perspectiva de crescimento bem acima do que o “setor tradicional” oferece.

Em relação ao BRDE 66,7% das empresas que responderam ao questionário são do setor secundário, contra 22,2% dos serviços e 11,1% da agricultura. No tocante ao faturamento 59,3% passou a faturar a acima de R\$500 mil reais, 33,3% entre R\$100 e 499 mil reais e apenas 7,4% até R\$99 mil reais após o aporte do capital do banco. Quando perguntados que montante levantaram junto ao BRDE 55,5% apontaram valores acima de R\$121 mil, 37% entre R\$60 e 120 mil e 7,4% até R\$60 mil.

Por sua vez, 64,3% das participadas pesquisadas faturaram mais de R\$15.000.000 e, aproximadamente, 50% tiveram aporte de capital da instituição entre R\$601 a R\$1000.000. Ao serem perguntadas sobre qual a necessidade que lhes fez aportar capital da CRP 64,3% citaram a necessidade de expansão e modernização, 21,4% como *start-ups* e 14,3% para financiarem o capital de giro. Em relação ao BRDE 92,5% das respostas concentra-se em expansão e modernização, ficando os restantes 7,4% com a necessidade de capital de giro. Da amostra conseguida nenhuma empresa nascente foi financiada pelo BRDE. Entretanto isso não quer dizer que o BRDE não financia projetos de empresas que estão sendo criados. A tabela 5 espelha essa situação.

**Tabela 6 - Necessidades de Aportar Capital das Instituições**

			Q7*			Total
			1	2	3	
<b>Companhia</b>	CRP	Count	2	9	3	14
		% within Companhia	14,28	64,28	21,43	100
	BRDE	Count	2	25		27
		% within Companhia	7,41	92,59		100
<b>Total</b>		Count	4	34	3	41
		% within Companhia	9,75	82,92	7,32	100

Q7\* - Questão sete do Questionário

Isso mostra que a CRP não atende, apenas, empresas *start-ups*, mas financia um grande número de empresas já existentes e que têm pretensões de expandir e modernizar o seu negócio, o que comprova a atuação dela, tanto como *venture capital* como *private equity*.

O nível de significância do teste exato de Fisher (3,5%), obtido após agrupar os medidores 1 e 3 (capital de giro e criação da empresa) da questão sete num único medidor, permite rejeitar a hipótese de que as necessidades que fazem os clientes e participadas do BRDE e CRP aportarem capital sejam as mesmas. O que se pode dizer é que a grande maioria recorre a essas instituições visando expandir os negócios e modernizar-se (92,5% e 64,2%). A tabela 6, abaixo, apresenta o resultado do teste exato de Fisher para a variável necessidade que fez aportar capital das instituições.<sup>23</sup>

**Tabela 7 – Teste de Fisher para a Variável Necessidade de Aportar Capital**

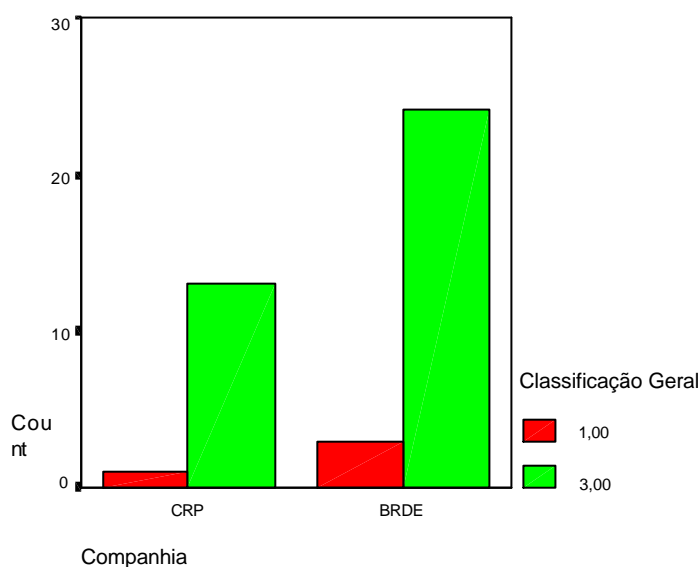
	VALUE	DF	ASYMP. SIG. (2-SIDED)	EXACT SIG. (2-SIDED)	EXACT SIG. (1-SIDED)
<b>Pearson Chi-Square</b>	5,218	1	,022		
<b>Continuity Correction</b>	3,410	1	,065		
<b>Likelihood Ratio</b>	4,970	1	,026		
<b>Fisher's Exact Test</b>				,035	,035
<b>Linear-by-Linear Association</b>	5,090	1	,024		
<b>N of Valid Cases</b>	41				

Percebe-se pelos resultados da pesquisa que todos os empresários avaliam positivamente o trabalho das duas instituições. Salvo algumas exceções, todos

<sup>23</sup> Os demais testes exatos de Fisher estão no Anexo B.

indicavam essas instituições para um amigo (100% para a CRP contra 92,6% do BRDE). Para, além disso, de uma maneira geral classificam como bom os serviços prestados pelas duas instituições. Pelo nível de significância obtida, com o teste exato de Fisher, de 53,9% (indicar a instituição a um amigo) e 100% (classificação geral) aceita-se a hipótese nula do nível de satisfação dos clientes e participadas das duas instituições. O gráfico abaixo espelha a satisfação dos clientes e participadas do BRDE e CRP em relação aos serviços prestados.

**Gráfico 2 - Classificação dos Serviços Prestados pelas Duas Instituições**

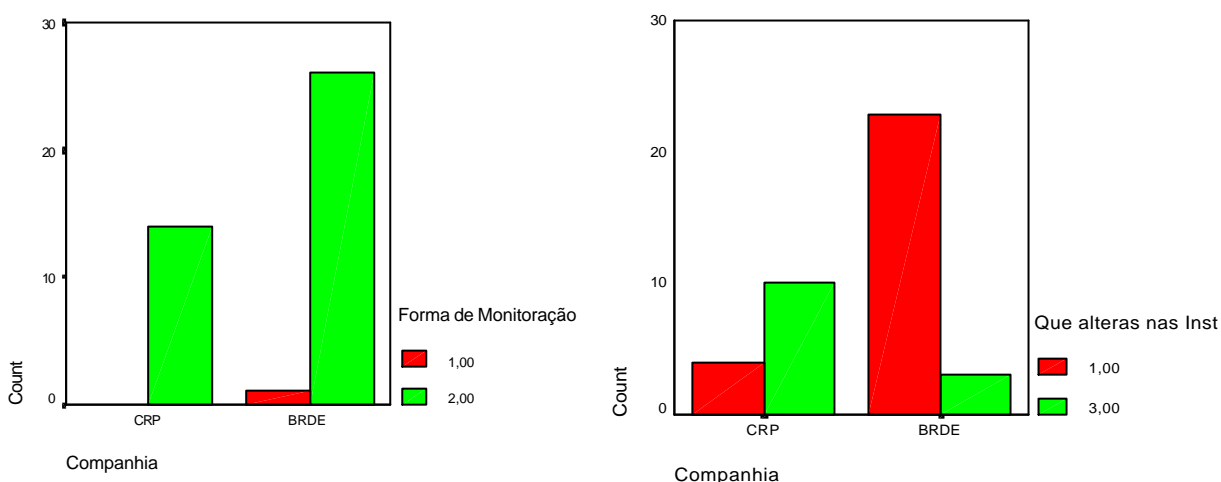


Ps. O número um indica ruim e razoável, e o três bom.

Um número pequeno de empresários considera razoável ou ruim a forma de monitoramento ou acompanhamento dos projetos financiados pelo BRDE. Dois empresários responderam que parte do seu projeto sofreu uma análise detalhada do banco e não o todo. Por sua vez, na CRP todos os empresários dizem que seus planos de negócio passaram por uma filtragem rigorosa e o acompanhamento é avaliado como bom, mostrando o quanto o risco influencia na postura das instituições financiadoras. Pelo resultado do teste exato de Fisher (100% de significância) aceita-se a hipótese nula, ou seja, aceita-se que as duas instituições são avaliadas da mesma forma em termos de monitoração e acompanhamento.

Entretanto, ao serem perguntados sobre o que alterariam na CRP, a grande maioria apontou o acompanhamento (71,4% contra os 28,6% que apontaram a forma de seleção dos projetos). No BRDE, a forma de seleção dos projetos foi o ponto mais citado (74,1%). Isto mostra que mesmo que as participadas considerem como boa a monitoração da CRP consideram-na como algo que precisa ser aperfeiçoado. Os dois gráficos, a seguir, elucidam esta questão.

### Gráficos 3 e 4 – Avaliação da Monitoração e o que se Alteraria nas Instituições



Ps. Na forma de monitoração o um indica ruim, e o dois razoável e bom. No que alteraria na instituição o um indica atendimento e forma de seleção dos projetos, e o três acompanhamento.

Para o Sebrae-RS, segundo o entrevistado na pesquisa qualitativa, dependendo da linha de crédito, existe um compromisso de acompanhar de perto os clientes. Ou seja, se a linha de crédito for subsidiada, existe o compromisso de acompanhar o cliente, fazendo uma ou duas visitas por ano, com o objetivo de ver se o negócio vai bem e poder intervir antes dele apresentar um problema insolúvel. Noutras linhas de crédito não existe este compromisso, mas podem fazer o acompanhamento desde que pago pelo banco ou cliente.

Os empreendedores respondem sim, e em parte, quando perguntados sobre a utilização das premissas do projeto, aprovado pela CRP, como suporte na gestão. Pelo que se constatou na CRP, na pesquisa qualitativa, na verdade, esse projeto ou plano de negócio é o mesmo que foi apresentado pelo empresário, mas passível de sofrer alterações durante a execução. Segundo o entrevistado da CRP, de nada



adianta alterar ou impor um projeto ao empresário. De acordo com a filosofia da empresa, e vai ao encontro das políticas das *ventures*, a análise precisa ser feita sobre o que o empresário apresenta e as alterações que se mostrarem pertinentes serão feitas na implementação, negociando com o empresário, fazendo-o incorporar e entender as alterações.

Aplicando o teste Mann-Whitney- U, buscando comprovar se os resultados das duas amostras, independentes, foram extraídos da mesma população e considerando os níveis de significância obtidas, se poderá afirmar que:

- Na questão qualificação dos funcionários aceita-se a hipótese nula para o nível médio e a rejeita-se para os níveis superiores e outros funcionários;
- Em relação aos anos de existência e melhora no faturamento das empresas rejeita-se as hipóteses nulas;
- No tocante àquilo que pesou mais na hora da instituição escolher os projetos, se aceita a hipótese nula para os itens retornos que oferecia e experiência dos empresários e a rejeita-se para o item renda e emprego que iria propiciar;

Estes resultados mostram que ao nível de qualificação média pode-se aceitar que os dois grupos de empresas, financiadas pelo BRDE e CRP, sejam parecidos, mas apresentam diferenças ao nível de qualificação superior e outros. A análise dos dados mostra que as participadas da CRP possuem mais funcionários com cursos superior do que os clientes do BRDE, situação invertida em relação a outros funcionários.

Para as questões melhoramento no faturamento e anos de existência das empresas, verifica-se que as empresas financiadas pela CRP apresentam uma performance melhor do que as financiadas pelo BRDE. Em termos de idade, as empresas financiadas pela CRP existem em média há seis anos contra os vinte e cinco anos dos clientes do BRDE. Isto demonstra que o investimento da CRP, preferencialmente, se concentra em empresas nascentes ou com poucos anos de vida, ao passo que no BRDE a idade da empresa é o que menos interessa.

Falando em termos da forma de investimentos, percebe-se que a modalidade utilizada pela CRP é investimento no capital social. Existe apenas um caso em que

as debêntures conversíveis em ações foi a escolhida. Isto mostra que apesar de existirem formas alternativas de investimentos e que possibilitam maior liquidez, a CRP, preferencialmente, opta por investimento no capital social e a saída é realizada, também, de preferência, mediante a venda da participação aos empreendedores.

Em relação aos pontos que mais pesaram na hora de as instituições selecionarem os projetos, os itens retornos e experiência dos empresários, são apontados pelos dois grupos como fortes definidores (níveis de significância de 80,1% e 50,1%). No entanto, em relação ao item renda e emprego que iria propiciar, as participadas da CRP apontam-no como o que menos pesou (nível de significância de 0,00% entre os dois grupos). Isto demonstra que o BRDE busca um balanceamento entre critérios de maximização de valor para os empresários e a sociedade, ou seja, considera os critérios de maximização de valor para o empresário, da mesma forma que a CRP, mais diferentemente o critério de maximização de valor para a sociedade. Neste sentido aceita-se a hipótese alternativa de que as duas instituições utilizam critérios de maximização de valores diferentes. A tabela 7, abaixo, apresenta os resultados do teste Mann-Whitney U.

**Tabela 8** – Teste U com as variáveis definidas pelas questões 8, 9, 11, 13, e 21

	Q*8A	Q8B	Q8C	Q9	Q11	Q13	Q21B	Q21C	Q21D
Mann-Whitney U	77,000	139,500	80,500	50,000	13,000	,000	180,500	60,500	165,500
Wilcoxon W	308,000	349,500	185,500	155,000	223,000	78,000	558,500	165,500	543,500
Z	-2,366	-,018	-2,089	-3,827	-2,870	-1,612	-,252	-3,732	-,672
<b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b>	<b>,018</b>	<b>,986</b>	<b>,037</b>	<b>,000</b>	<b>,004</b>	<b>,107</b>	<b>,801</b>	<b>,000</b>	<b>,501</b>
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,018	,986	,036	,000	,003	,154	,817	,000	,523

Os Q\*s representam as variáveis indicadas pelas perguntas do questionário

Quando perguntado como classificavam o tempo, na seleção dos projetos, as duas instituições foram avaliadas positivamente. No BRDE, 40,7% classifica-o como razoável, 37% como bom, e 22,2% consideram que a instituição leva muito tempo na seleção de um projeto. Na CRP, 50% consideram razoável, 35,7% muito boa, e 14,3% consideram que a empresa leva muito tempo neste processo. A preocupação com o tempo foi constatada na pesquisa realizada nas duas financiadoras, na medida em que, ambas consideram isso uma das questões importantes neste processo. Ambos consideram que levar muito tempo neste processo pode criar falsas expectativas e custos que não são justificados pela maior clareza que isso traria.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A seleção de projetos de investimentos, das empresas, por instituições financeiras privadas e públicas pressupõe a assunção de um determinado nível de risco por estas. A definição deste nível de risco baliza o limite de aceitação e rejeição de um projeto. Neste sentido, pode-se entender esse balizamento como forma de excluir projetos que não trariam grandes benefícios ao desenvolvimento econômico e social da comunidade onde vai ser implementado, ou não atende ao mínimo de retorno fixado pelo financiador.<sup>24</sup>

O risco faz parte da atividade bancária e de capital de risco e por isso a sua administração adequada é de importância fundamental, já que, as falhas que podem ocorrer nessa matéria podem levar à ilíquidez e insolvência sendo a primeira como prefácio da segunda. Os riscos que enfrentam os bancos são diversos: risco de crédito, liquidez e de fundo, pagamento/liquidação, taxas de juros, mercado, câmbio, alavancagem (resultante da relação entre passivos e capital), soberano, da operação (associado a perdas devido a erros, fraudes e baixo controle interno) entre outros.

A aplicação das normas de preservação da solvência na atividade bancária, em especial os procedimentos de avaliação e qualificação de crédito; provisões e avaliação das garantias está produzindo, no sistema financeiro nacional, modificações na atividade de crédito. Essas normas emanadas pelo Banco Central devem ser cumpridas à risca sob pena de sofrer-se intervenções. Como exemplo, pode-se citar a resolução nº 1.851 (Anexo C) que o BRDE utiliza na avaliação e qualificação dos projetos que devem ser financiados, entre outras regulamentações do Banco Central.

O cuidado com a solvência nos bancos de desenvolvimento, como é o caso do BRDE, tem uma prioridade que é de modo algum menor do que o que se atribui às demais instituições financeiras, com mais razão, já que, nesta está em jogo objetivos da política vinculados com a promoção do desenvolvimento econômico e

---

<sup>24</sup> A taxa de retorno aceitável pela CRP é de 30% (TIR do projeto). Isto pode ser visto como o balizamento do risco aceitável.

social. Por isso, mesmo sendo instituição de fomento ela precisa ser gerida levando em consideração a sua auto-sustentabilidade e por isso na maioria das respostas os clientes do BRDE citam as garantias e retornos do projeto como fator determinante da seleção do banco.

Entretanto, considerando, que as MPMEs possuem nas garantias um dos problemas para acessarem o mercado de crédito, percebe-se que este critério utilizado, fortemente, pelo BRDE acaba dificultando ainda mais a situação dessas unidades. O peso dado às garantias não deixa de ser uma característica dos bancos em se precaverem contra calotes, mas colocar esse ponto como determinante na seleção dos projetos das MPMEs pode tirar o alcance da promoção do BRDE, já que muitos projetos deixarão de ser financiados.

Sendo assim, o equilíbrio dos bancos de fomentos, no entanto, deveria exigir que se evitem as situações como: concentração extrema e exclusiva em atender os aspectos de desenvolvimento esperados dos projetos financiados e por outro a atenção igualmente exclusiva com a rentabilidade e seguranças, buscando concentrar os empréstimos em prazos curtos e com empresários que ofereçam o máximo de garantias. Esses bancos precisam encontrar um meio termo entre essas questões para que possam contribuir para o desenvolvimento econômico e social, investindo em maior leque de projetos, preservando a sua solvência.

No século XXI, certamente, vai-se ratificar a necessidade de uma eficaz intervenção dos governos na economia, não para substituir o setor privado, mais sim para garantir o funcionamento correto dos mercados, funcionamento esse que sem a atuação eficaz e eficiente dos governos, poderá se omitir a atenção das grandes prioridades nacionais, provocando graves e injustos desequilíbrios sociais. Isto é consubstanciado pelas diversas reuniões dos bancos centrais na Basiléia.

O enorme desafio dos países neste novo século vai consistir em enfrentar simultaneamente: a globalização, a luta contra a pobreza extrema, o fortalecimento dos mercados internos, a criação de empregos, o aumento da escolaridade média, o aumento substancial nos investimentos em investigações e desenvolvimento tecnológico, a elevação da competitividade sistêmica, reduzir as desigualdades entre setores e regiões internas e recompor o sistema financeiro. Para isso é necessário

que as instituições de fomento trabalhem de forma complementar com o resto do sistema financeiro, valendo-se das infra-estruturas para o repasse dos seus recursos, produtos e serviços. Nesta ação integradora e complementar, é fundamental um monitoramento correto do risco financeiro e a adequada supervisão das duas operações (públicas e privadas).

Como a globalização é um fenômeno irreversível e é necessário aproveitar suas vantagens e vencer suas deficiências, é importante que países como o Brasil, tenham políticas industriais, coordenadas, que propiciem a elevação da competitividade das empresas nacionais, sem importar-se com o seu tamanho. As instituições de fomento como o BRDE e Sebrae-RS jogam um papel crucial nesta área, permitindo que as MPMEs desempenhem seu papel decisivo na criação de emprego, inovação tecnológica e redução da pobreza.

Por sua vez, nas empresas de capital de risco a liquidez e solvência advêm da realização de mais valia na venda da participação detidas nas participadas. Para isso a empresa participada precisa ter sucesso e agregar valor, de forma a permitir um alto retorno na venda da participação. Esta questão depende da capacidade de análise dos recursos humanos das *ventures capitals* e da capacidade dos empreendedores. Por isso, estes têm um peso importante nos projetos selecionados pela CRP.

A forma de desinvestimento, normalmente, utilizada pelas *ventures* é a venda da participação aos empreendedores do negócio, outros sócios e abertura de capital- IPO, sendo que a modalidade a ser utilizada é preestabelecida no contrato de participação. A venda de participação aos sócios (a mais utilizada pela CRP) pode ser uma forma de induzi-los a descapitalizar a empresa para adquirir essa participação.

Entretanto, se em vez disso, for proposta a recompra da participação pela empresa e não-empresários, estaria se eliminando a possibilidade dessa prática e, conseqüentemente, diminuindo os riscos de insucesso e aumentando as chances de continuidade do empreendimento após a saída do sócio institucional que, na verdade, é um dos objetivos dessa atividade financeira.

Mesmo com todas as turbulências do mercado mundial neste ano, o mercado de *private equity/venture capital* não sofreu um arrefecimento nos investimentos feitos no Brasil. No início de 2001 o otimismo era grande, com a taxa de juros chegando a 15,25% ao ano e uma expectativa de crescimento no Produto Interno Bruto (PIB) de 4,5%. No entanto o cenário se complicou com: a desaceleração das economias americana, européia e japonesa; e o contágio da crise Argentina, entre outros.

A conjunção desses fatores pressionou a taxa de câmbio e de juros e esfriou os ânimos dos gestores dos fundos de capital de risco. O que se nota é que o encolhimento da indústria de capital de risco é um fenômeno mundial, principalmente nos Estados Unidos, depois das perdas impostas aos investidores norte-americanos no ano passado pela queda na bolsa eletrônica. Como esta bolsa trabalha, mais com empresas do setor de tecnologia, e a indústria de capital de risco tem neste setor a maior parte dos seus investimentos, as perdas foram relevantes.

O diretor-executivo da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR-Venture) admite que o volume e o ritmo de aplicações de recursos podem ter diminuído de intensidade. Alguns gestores de fundos dizem que os critérios de seleção de projetos das empresas tornaram-se mais exigentes e rigorosos, o que vai demandar daqueles que pretendem utilizar essa forma de financiamento muita objetividade, tanto no seu plano de negócio como, também, no seu papel enquanto empreendedor do negócio. Esta postura advém do aumento da percepção de risco por parte das *ventures capitals*, neste momento.

O mais recente levantamento feito pela ABCR-Venture mostra que os investimentos realizados no primeiro trimestre deste ano somaram US\$400 milhões<sup>25</sup>. Essa quantia corresponde a mais da metade dos US\$747 milhões aplicados em 2000 por trinta e um fundos.

Esses números dão uma idéia da expressividade desta atividade na economia brasileira e a importância que desempenha no crescimento, desenvolvimento e dinamização da economia nacional.

---

<sup>25</sup> Gazeta Mercantil, 16/07/2001, p. 16.

A possibilidade de utilizar capital próprio (fornecido pela *venture capital*) e empréstimos bancários permitem que as empresas utilizem os benefícios das duas opções de financiamento e possibilite a instituições como a CRP uma maior disponibilidade de recursos para investimentos, menores riscos e, possivelmente, a chance de uma maior diversificação nas participações realizadas. Por isso, a própria CRP deve estimular as suas participadas a fazerem uma combinação adequada de capital próprio e de terceiros.

Em relação ao Sebrae-RS, que atua como intermediadora entre os empreendedores e bancos, o risco praticamente inexistente, já que ela é repassada à instituição financiadora do projeto proposto. No entanto, um ponto que chama atenção é a falta de sintonia entre o Sebrae-RS, o empreendedor e o banco financiador, após este liberar o empréstimo.

O Sebrae-RS desconhece a situação cadastral dos empreendedores junto ao banco e encerra a sua relação, com aquele projeto, praticamente no momento em que o encaminha ao banco e é aceito ao financiamento. Na qualidade de uma instituição que trabalha para o empresário, o acompanhamento e apoio, após a liberação do empréstimo seria de suma importância, uma vez que daria a ajuda necessária na implementação dos projetos (fase considerada muito delicada), de vez que, os bancos não são muito atuantes nesta área. Entretanto, como visto anteriormente esse acompanhamento é oferecido apenas para linhas de crédito subsidiadas, ou a fundo perdido e ao que parece deficitária.

As pesquisas feitas no Brasil centram-se muito mais sobre as decisões e aspectos que envolvem as grandes empresas do que nas pequenas. No entanto, pelo que se percebe as MPMEs possuem uma grande expressividade no mercado brasileiro e mundial o que, por si só, deveria demandar mais pesquisa nesta área. Para, além disso, vale frisar que estas unidades foram e continuam sendo responsáveis pela inovação tecnológica que ocorrem em diversos países (basta ver o Sudeste Asiático) e por isso deveria existir um pouco mais de pesquisa nesta área.

O problema de pesquisar as unidades de pequeno porte prende-se à falta de dados e dificuldade de conseguir contatar os seus empreendedores que, na maioria das vezes, não entende a importância de uma pesquisa científica para o

desenvolvimento da sua unidade e para o país. Esta, certamente, é a razão principal que inibe pesquisadores de tentarem “aventurar-se” neste mundo fascinante mas, no entanto, escuro em termos de informações.

Nesta pesquisa, mesmo não tendo como foco as MPMEs mas sim as instituições de apoio, o questionário de pesquisa aplicada com estas unidades, clientes do BRDE e CRP, não teve o sucesso pretendido já que algumas unidades não quiseram participar da pesquisa, demonstrando claramente a falta de interesse desse público por pesquisas científicas. Certos empresários ou diretores de finanças chegaram a enviar e-mails pedindo para não serem considerados, porque não estariam dispostos a cooperar.

Tendo presente o objetivo-geral, pode-se dizer que as instituições pesquisadas utilizam o ferramental teórico em função das suas necessidades, tendo presente o custo, a preparação dos seus quadros e o tempo de análise de projeto (definidas pela CRP e BRDE como fundamentais). No entanto, analisando os seus critérios de seleção ou encaminhamento e monitoração (principalmente do BRDE) percebe-se que precisam criar formas de acompanhar a rotina dos empresários e o mercado como um todo e dar um pouco mais de ênfase ao projeto por inteiro e não apenas parte dele. Além disso, num mundo em constantes mudanças, a atualização dos quadros técnicos dessas instituições é de extrema importância, já que só assim estariam capacitados para apoiar, de fato, os empreendedores. A deficiência neste pormenor foi sentida no BRDE, onde falta quadro e os que existem não passam por uma reciclagem contínua.

Na CRP, como a *venture capital* é uma atividade muito “personificada”, a rotação de pessoal é baixa. No BRDE, o quadro funcional é formado por pessoas que já trabalham há bastante tempo ali e faz alguns anos que o banco não efetiva ninguém. A política de aperfeiçoamento do BRDE é precária segundo os entrevistados. Entretanto na CRP, afora a rotação ser baixa, investe-se pesado na formação e atualização dos quadros, o que repercute positivamente nos serviços prestados.

Dentro desta linha de atualização, na CRP realizam fórum, com o objetivo de ampliar o espectro de visão e não tornar viciado o processo de avaliação interno.



Nestes fóruns participam vários convidados do mundo empresarial nacional e internacional. Além disso, procuram utilizar bastante alguns canais de contatos já consagrados, principalmente, relacionados aos seus acionistas. No que diz respeito a alguns setores específicos, a CRP, diretamente ou através de canais acha alguém que possa orientar o corpo funcional na avaliação e seleção dos projetos.

Neste sentido, possuem boas relações com o pessoal do Centro de Informática e da Biotecnologia, ambos, da UFRGS. Fazem parte, por exemplo, de um comitê de avaliação do projeto de empreendedorismo desta Universidade, existem relações com o pessoal do Instituto de Química, e boas relações com várias incubadoras entre outros.

No Sebrae-RS, segundo o entrevistado, se escolhem fazer um certo curso sobre um determinado assunto, se houver orçamento disponível fazem. Não existem bloqueios ao desenvolvimento pessoal já que o produto/serviços deles dependem muito de conhecimento. Eles passam o conhecimento para os outros e essa é a razão de existir deles.

Alguns pontos podem ser apontados como limitadores deste estudo, tais como:

- As características da metodologia utilizada, a coleta e análise dos dados que podem estar sujeitas a influências pessoais, tanto do pesquisador como dos pesquisados;
- Amplitude e complexidade do assunto abordado, assim como o objetivo exploratório do estudo, podem ter feito com que alguns aspectos mais específicos do problema de pesquisa não fossem totalmente aprofundados ou abordados no trabalho, mesmo tendo ampliado os conhecimentos sobre a questão problema.

No nível de sugestão de continuidade deste trabalho, poder-se-ia pesquisar:

- As empresas financiadas pelas instituições de risco, realmente, crescem em média mais que as demais, no Brasil;

- Analisar se as MPMEs que conseguem utilizar recursos externos, para financiar o seu crescimento de forma objetiva, têm resultados de crescimento superiores aos que utilizam a geração interna de caixa;
- Pesquisar se todas as empresas de capital de risco no Brasil têm a característica de *venture capital e private equity*;
- Analisar se o nível e instrumentos de monitoramento do Banco Central em relação aos bancos de fomento como o BRDE afetam as políticas desses;
- Analisar, através dos bancos que financiam projetos propostos pelo Sebrae-RS, o nível de satisfação dos empreendedores apoiados por esta e seu perfil;
- Pesquisar as opções de financiamento às micro e pequenas empresas no Brasil e seus custos, se comparados às disponibilidades das grandes empresas;
- Definir o nível de alavancagem das micro, pequenas e médias empresas no Brasil em relação às grandes;
- Identificar as formas de financiamento usualmente utilizadas pelas pequenas unidades;
- Comparar projetos em diferentes setores, vendo a questão da sobrevivência das firmas e nível de alavancagem;
- Analisar a Governança corporativa nas pequenas unidades, vendo quanto isso influi na hora de utilizar financiamento externo (bancário e não-bancário);

Para finalizar, espera-se que aquele que pretenda pesquisar as MPMEs já parta sabendo que vai encontrar muitas dificuldades no tocante aos dados e disponibilidades dos empreendedores em participarem das pesquisas.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDE. **Financiamento do Desenvolvimento**: políticas de financiamento de longo prazo, funding e formatação das instituições financeiras de desenvolvimento. Rio de Janeiro: Metallica, 1994.

ALONSO, Eduardo José Menendez. The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: evidence from spanish firms. **European Financial Management Association Annual Meeting**, Athes, 2000. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em julho de 2001.

ASTEBRO, Thomas&BERNHARDT, Irwin. Start-up Financing, Owner Characteristics, and Survival. Maio de 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em agosto de 2001.

BARBIERATO, André. A Análise de Investimentos em Fundos de *Venture Capital* na Área de Tecnologia e Internet: uma proposta para pesquisa. In: Encontro Nacional da **ANPAD**, n 24, Florianópolis, 2000. Anais: ENANPAD 2000. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

BARCLAY, Michael J. & SMITH Jr. Clifford W. The Capital Struture Puzzle: anather look at the evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 12, nº 1, Spring 1999, p. 8-20.

BASCHA, Andreas. Why do Venture Capitalists Hold Different Types of Equity Securities. Janeiro de 2000. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em agosto de 2001.

BENZ, Matthias; KUCHER, Marcel; STUTZER, Alois. Are Stock Options the Managers´ Blessing? Stock Option Compensation and Institutional Controls. Abril de 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em julho de 2001.

BODIE, Zvi; KANE, Alex & MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGUC-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital Structure in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n 1, fevereiro de 2001.

BUARQUE, Cristovam. **Avaliação Econômica de Projetos**. Rio de Janeiro: Campus, 1994.

BRANDÃO, Luiz Eduardo Teixeira. Qual o Momento Certo de Investir na Empresa. **Conjuntura Econômica**. v. 55, n 2, p. 40-41, fev 2001.

BRASIL, Haroldo Vinagre; BRASIL, Haroldo Guimarães. **Gestão Financeira das Empresas**: um modelo dinâmico. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1993.

BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. **Principles of Corporate Finance**. Boston: Irwin/Mc Graw Hill, 6<sup>th</sup> ed, 2000.

CARPENTER, Robert E & PETERSEN, Bruce C. Is The Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *Review of Economics and Statistics*, 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em agosto de 2001.

CAPOZZA, Denis R & SEGUIN, Paul J. Debt without taxes: capital structure in REITs. Spring 2001. Disponível em <http://www.umi.com> (ProQuest)- Acessado em julho de 2001.

CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. **Análise de Investimentos**. São Paulo: Atlas, 1996.

CHEN, Charles J. P.; CHENG, C.S. Agnes; HE, Jia; KIM, Jawon. An Investigation of the Relationship Between International Activities and Capital Structure. **Journal of International Business Studies**, Third quart 1997, p. 563-577.

CHURCHILL, G. A. **Basic Marketing research**. Fort Worth: Dryden Press, p. 830, 2001.

CONTADOR, Cláudio R. **Projetos Sociais: Avaliação e Prática**. São Paulo: Atlas, 1997.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation**. São Paulo: Makron Books, 2000.

COPELAND, Thomas & WESTON, J. Fred. **Financial Theory and Corporate Policy**. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1988.

CUMMING, Douglas J. Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from venture Capital. Novembro de 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em agosto de 2001.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**. USA: Acid- Fre Paper, 1994.

EID JUNIOR, William. Custo e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista da Administração**, v 36, n 4, p. 51-59, out/nov/dez. 1996.

EITEMAN, David K.; STONEHILL, Arthur I.; MOFFETT, Michael H. **Multinational Business Finance**. 9th ed. Boston: Addison-Wesley, 2001.

FAZZARI, Steven. Investment and U.S. Fiscal Policy in the 1990s, 1993. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em março de 2001.

FENSTERSEIFER, Jaime E. & SAUL, Nestor. Investimentos de Capital nas Grandes Empresas. **Revista de Administração**, v. 28, n 3, p. 3-12, jul/set 1993.

FENSTERSEIFER, Jaime E.; GALESNE, Alain & ZIEGELMANN, Júlio. A Utilização de Técnicas Analíticas nas Decisões de Investimento de Capital das Grandes Empresas no Brasil. **Revista de Administração**, v. 22, n 4, p. 70-78, out/dez 1987.

FRANK, Murray & GOYAL, Vidhan. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Dezembro de 2000. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em julho de 2001.

GALESNE, Alain; FENSTERSEIFER, Jaime E.; LAMB, Roberto. **Decisões de Investimentos da Empresa**. São Paulo: Atlas, 1999.

GARVEY, Gerald T. & SWAN, Peter L. The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm. **Journal of corporate Finance**. V. 1, n 2, p. 139-174, agosto de 1994.

GOODE, Willian J.; HATT, Paul K. **Métodos em Pesquisa Social**. 4a ed. São Paulo: Nacional, 1972.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field. December 8, 1999. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em setembro de 2000.

GIL, Antonio C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas, 1999.

HAGUETTE, Teresa Maria Frota. **Metodologias Qualitativas na Sociologia**. Petrópolis: Vozes, 2000.

LONGENECKER, Justin G.; MOORE, Carlos W.; PETTY, J. William. **Administração de Pequenas Empresas: Ênfase na Gerência Empresarial**. São Paulo: Makron Books, 1997.

MACKAY, Peter & PHILLIPS, Gordon M. Is There an Optimal Industry Capital Structure. Maio de 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em julho de 2001.

MAGEE, John F. Árvore de Decisões para Tomar Decisões. **Biblioteca Harvard de Administração de Empresas**, n 8, v 1, 1975.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise**. São Paulo: Atlas, 2v., v.2, 1994.

MARINO, Anthony M.; MATSUSAKA, John G. Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis Of Budget Procedures. July, 2000. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em março de 2001.

MIGUEL, Alberto de & PINDADO, Júlio. Determinants of Capital Structure: new evidence from Spanish panel data. **Journal of Corporate Finance** 7, 2001, p. 77-99

MINTON, Bernadette A. & WRUCK, Karen H. Financial Conservatism: evidence on capital structure from low leverage firms. Abril de 2001. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em julho de 2001.

NAJBERG, Sheila; PUGA, Fernando Pimentel; OLIVEIRA, Paulo André de Souza. Sobrevivência das Firmas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n 13, p. 33-48, junho 2000.

PAYNE, Janet D.; HEATH, Will Carrington & GALE, Lewis R. Comparative Financial Practice in the US and Canadá: Capital Budgeting and Risk Assessment Techniques. **Financial Practice and Education**, v.9, n 1, p. 16-24, 1999.

PARASURAMAN, A. **Marketing research**. 2. ed. Addison Wesley Publishing Company, 1991.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. **Capital de Risco: Uma alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – Caso do Contec**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) IEI/UFRJ.

PROCIANOY, Jairo Laser & SCHIMITT, Francisco O. V. O Pacote Fiscal de 1995: estratégias que otimizam os recursos dos investidores. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n 5, p. 46-58, set/out 1995.

PUGA, Fernando Pimentel. Experiências de Apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas nos Estados Unidos, na Itália e em Taiwan. **Texto para Discussão 75 (BNDES)**, Rio de Janeiro, fev. 2000.

RAJAN, Raghuram G. & ZINGALES, Luigi. What do we Know about Capital Structure? some evidence from international data. **Journal of Finance**, v 50, n 5, dezembro de 1995, p. 1421-1460.

REPULLO, Rafael & SUAREZ, Javier. Venture Capital Finance: a security design approach. Setembro de 1998. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em setembro de 2001.

RODRIGUES, Artur Jorge; ARMADA, Manuel José da Rocha. Uma Análise Multivariada da Utilização dos Critérios de Avaliação de Projetos de Investimentos em Portugal. In: Encontro Nacional da **ANPAD**, n 24, Florianópolis, 2000. Anais: ENANPAD 2000. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSSI, Carlos A. V. **Desenvolvimento de um Modelo Integrativo de Marketing Estratégico e Verificação de sua Aplicabilidade na Indústria de**

**Chocolates.** Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1993.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Administração de Investimentos:** teoria de carteira e gerenciamento de risco. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

SARKAR, Sudipto. The Trade-off Model With Mean Reverting Earning: theory and empirical test. Fevereiro de 2000. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) - Acessado em maio de 2001.

SIEGEL, Sidney. **Estatística não Paramétrica para as Ciências do Comportamento.** São Paulo: MCgRAW-Hill do Brasil, 1975.

SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance.** v. LII, n 2, p. 737-783, junho de 1997.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à Pesquisa em Ciências Sociais.** São Paulo: Atlas, 1990.

UMTERSCHULTZ, James R.; QUAGRAINIE, Kwamena. Investment Analysis of Agri-Food Venture: What Risk Premia are Appropriate? The Silence of the Literature, 1996. Disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) – Acessado em março de 2001.

WOILER, Samsão; MATHIAS, Washington Franco. **Projetos:** Planejamento, Elaboração e Análise. São Paulo: Atlas, 1996.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisas em Administração.** São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, Robert K. **Case Study Research: design and methods.** Thousand Oaks, Ca: Sage, 1989.

Gazeta Mercantil, alguns números.

[www.brde.com.br](http://www.brde.com.br) , consultada em março de 2001.

[www.crp.com.br](http://www.crp.com.br), consultada em março de 2001.

[www.sebrae.com.br](http://www.sebrae.com.br), consultada em março de 2001

## **ANEXOS**



## **ANEXO A - Roteiro de Entrevista, Questionários e Contrato de Acionistas.**

1. Qual a sua ocupação no departamento e há quanto tempo trabalha na instituição?
2. Com que freqüência ocorre “reciclagens” de pessoal que trabalha nesse departamento?
3. Qual é o fluxo de um projeto da sua recepção, avaliação, seleção e aprovação nesse departamento?
4. Como e quem determina(ou) a adoção dos critérios de seleção de projetos utilizados nesse departamento?
5. Que critérios são utilizados na avaliação e seleção dos projetos de investimentos propostos pelos empresários?
6. Para além dos critérios financeiros utilizam algum, que poderia ser classificado como não financeiro?
7. Consideras que existe alguma discrepância entre a teoria e a prática interna, na seleção de projetos? Desses critérios utilizados, consideras que poderia-se aperfeiçoá-los baseando-se na teoria dos critérios de seleção de projetos?
8. Existe um ponto de corte fixado para aceitação e rejeição de um projeto?
9. De que forma a empresa insere o risco e a flexibilidade referente a cada projeto nas suas seleções?
10. Ocorreram mudanças nos critérios utilizados nos últimos tempos? Há quanto tempo a seleção é feita dessa forma?

## **ANEXO B – Resultados dos Questionários**

## **ANEXO C - Outros**