

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

DALTON SCHMITT JUNIOR

**FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS:
ASPECTOS DO PROCESSO DE DECISÃO EMPRESARIAL E
O INSTRUMENTO DE CAPITAL DE RISCO**

Porto Alegre, 2002

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

Dalton Schmitt Junior

**FINANCIAMENTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS:
ASPECTOS DO PROCESSO DE DECISÃO EMPRESARIAL E O
INSTRUMENTO DE CAPITAL DE RISCO**

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.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

Porto Alegre, 2002

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Conceito Final:

Porto Alegre, de de 2002

Professor Orientador:

Disciplina:

Área de Concentração:

Aluno:

Turma:

Agradecimentos

Antes de tudo e mais importante, à Cátia, que iluminou e ilumina o meu caminho a todo o tempo, com uma luz tão luminosa que nem ela tem idéia do tamanho e valor, e que representa a essência das coisas;

Aos meus pais e aos meus avós, que mais ou menos distantes fisicamente estão sempre presentes no dia-a-dia e nos ensinamentos de amor, ética e valores;

Ao Jairo, grande mestre e orientador nos detalhes, que apostou em um potencial acadêmico e com quem aprendi, entre muitas coisas, um pouco da complexa beleza de atravessar a ponte entre a prática e a teoria;

Aos meus mestres da prática e hoje amigos, Clovis e André, que em algum momento atrás, por algum motivo, arriscaram e apostaram no meu potencial prático e a quem devo muito dos meus conhecimentos do mundo do capital de risco.

Aos meus irmãos Candice e Denis, ao primão Marcos, ao amigo do mestrado e agora da vida Geovani, aos amigos de sempre André, Renato e Frederico, aos meus afilhados Aline, André e Larissa e a todos a quem pertence um pedaço da minha vida.

Ao PPGA/UFGRS, aos empresários que responderam a essa pesquisa e aos gerentes das incubadoras que apoiaram a idéia.

*“Innovations fail to create value when they cannot attract
the resources required to develop them”*

Josh Lerner

RESUMO

A presente pesquisa analisa o processo de escolha dos empresários de pequenas e médias empresas brasileiras em relação ao financiamento do crescimento, com ênfase na modalidade capital de risco. A pesquisa foi desenvolvida em duas partes. A primeira avaliou o ciclo financeiro das empresas, os elementos teóricos influentes nas decisões de relação dívida-capital das empresas e teorias relacionadas à agregação de valor do instrumento de capital de risco. A segunda parte consistiu em uma pesquisa de campo com 25 empresários de pequenas e médias empresas brasileiras. Essa pesquisa foi realizada através de um questionário com 43 perguntas, que objetivavam analisar os aspectos de maior importância e maior impacto na decisão de financiamento das empresas e a visão do empresário acerca de elementos do processo de financiamento, como sua percepção em relação aos riscos, custo do capital e associação. O cruzamento dos elementos teóricos com os resultados da pesquisa apresentou resultados significativos. Foi constatado que os empresários optam por financiamento através de dívida para lidar com a hipótese de crescimento da empresa e consolidação da reputação corporativa. Além disso, o custo da captação foi apontado como o elemento mais representativo na escolha da modalidade de financiamento. Nesse sentido, os empresários evidenciam problemas de Assimetria Informacional ao apontarem como desvantagens do instrumento de capital de risco elementos relacionados à governança corporativa, como o potencial engessamento da gestão e monitoramento. Por outro lado, as principais vantagens do capital de risco percebidas pelos empresários foram apoio estratégico do investidor, impulso pela profissionalização da empresa e reputação trazida pelo investidor.

Palavras-chaves: capital de risco, assimetria informacional, estrutura de capital, financiamento.

ABSTRACT

The present study investigates Brazilian small and medium-sized company entrepreneurs' choice process in relation to the financing of growth, focusing the venture capital finance. This study was developed in two parts. The first appraised companies' financial cycle, the theoretical elements that influence company decisions on debt-capital ratio and theories related to value added of the venture capital instrument. The second part consisted of a field research involving 25 entrepreneurs of Brazilian small and medium-sized companies by means of a 43-item questionnaire, which aimed at analyzing the most important aspects and those with the highest impact on company financing decisions, and the entrepreneur's view on the elements of the financing process, such as his perception in relation to risks, cost of capital and association. The crossing of theoretical elements with study results presented significant conclusions. Entrepreneurs opt for financing through debt before a hypothesis of company growth and the consolidation of corporate reputation. The cost of capital was pointed out as the most representative element in the choice of the financing mode. Entrepreneurs call attention to Informational Asymmetry when pointing as disadvantages of the venture capital instrument elements related to corporate governance (potential casting of management and monitoring). The main advantages of venture capital perceived by entrepreneurs were strategic support to the investor, thrust due to company professionalization and reputation brought by the investor.

Key-words : venture capital, informational asymmetry, capital structure, financing.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 PROBLEMA.....	2
1.2 OBJETIVO GERAL.....	3
1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	3
1.4 HIPÓTESE.....	3
1.5 MÉTODO DE PESQUISA.....	4
2 O CICLO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O CAPITAL DE RISCO.....	7
2.1 CICLO FINANCEIRO DAS EMPRESAS.....	9
2.1.1 Autofinanciamento e investimento de pessoas físicas.....	12
2.1.2 Crédito de Curto Prazo.....	13
2.1.3 Capital de Risco de Investidor Profissional.....	14
2.1.4 Crédito de Médio e Longo Prazo.....	16
2.1.5 <i>Private Equity</i>	16
2.2 CAPITAL DE RISCO: HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS.....	17
2.3 O PERFIL DAS EMPRESAS EM ESTÁGIO INICIAL DE CRESCIMENTO..	20
2.3.1 Incerteza sobre o Futuro.....	21
2.3.2 Assimetria Informacional.....	22
2.3.3 Intangibilidade dos Ativos.....	24
2.3.4 Condições Financeiras e Mercadológicas.....	25
3 ASSIMETRIA INFORMACIONAL E ESTRUTURA DE CAPITAL: REVISÃO TEÓRICA.....	27
3.1 OS PROBLEMAS ASSOCIADOS AO FINANCIAMENTO DA EMPRESA..	28
3.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	30
3.2.1 O Problema de Seleção Adversa.....	32
3.2.2 O Problema de Risco Moral.....	35
3.2.3 O Problema de Agência.....	37
3.3 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	47
4 ASPECTOS RELEVANTES DE AGREGAÇÃO DE VALOR DO FINANCIAMENTO ATRAVÉS DE CAPITAL DE RISCO.....	62
4.1 IMPACTO NA PROFISSIONALIZAÇÃO DA EMPRESA.....	64
4.2 EFEITO CATALISADOR NA EMPRESA.....	65
4.3 IMPACTO NA INOVAÇÃO DA EMPRESA.....	66
4.4 IMPACTO NO CRESCIMENTO DA EMPRESA.....	68
5 PESQUISA DE CAMPO COM EMPRESÁRIOS BRASILEIROS DE PEQUENAS EMPRESAS: ELEMENTOS E RESULTADOS.....	70
5.1 MÉTODO E APURAÇÃO DA PESQUISA.....	71
5.1.1 Questionário e Coleta de Dados.....	71
5.1.2 Amostra.....	73
5.1.3 Análise Estatística.....	75
5.2 RESULTADOS DA PESQUISA.....	76
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	87
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	91
ANEXOS.....	96
Anexo A – Questionário.....	96
Anexo B – Dados e Tabelas da Pesquisa.....	101
Anexo C – Testes das Questões 17 a 25.....	116

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Ciclo de Crescimento da Empresa.....	11
Gráfico 1	Volume de Capital de Risco Investido/EUA – 1980-2000.....	19
Quadro 1	Localização das Incubadoras.....	74
Quadro 2	Comparativo da localização das incubadoras participantes da amostra com a localização das empresas respondentes.....	74
Tabela 1	Ordenação sugerida pela amostra (questões 17, 20 e 23).....	80

INTRODUÇÃO

A pesquisa tem como objetivo explorar a visão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas na decisão de escolha de fonte de financiamento da sua empresa, com ênfase na opção capital de risco.

O financiamento das empresas está na base do sistema capitalista e da atividade empresarial. Assim, a busca por resultados comerciais e financeiros está atrelada à necessidade das empresas de buscarem novos níveis de desenvolvimento e à expectativa dos empresários de alcançarem a satisfação pessoal. Portanto, o financiamento das empresas é condição primordial para a realização dos planos de expansão dos negócios e a sustentação a longo prazo.

Ao captar recursos para sua empresa, a decisão do empresário envolve diferentes relações de risco e retorno existentes entre: (i) as alternativas possíveis no sistema de capitais e financeiro; (ii) a disposição e expectativas individuais à assunção desses riscos e (iii) o acesso às diferentes formas de capitalização. Trata-se de um espectro de decisão de conteúdo subjetivo e objetivo.

O fato é que o empresário opta pelo instrumento de capitalização mais adequado ao equilíbrio entre o seu desejo pessoal e o da empresa. Não há modelo ideal de capitalização, mas sim o modelo adequado a uma circunstância específica da empresa em dado momento.

Nesse escopo, existem duas formas pelas quais o empresário atinge esse objetivo: o financiamento através de capitais próprios ou através de capitais de terceiros.

A capitalização através de capitais próprios pode envolver: (i) o aporte de novo capital do próprio empresário, originário de crédito ou poupança pessoal, ou (ii) o aporte de capital pela empresa, através do reinvestimento dos lucros gerados pelo negócio. Em qualquer uma das formas, os acionistas assumem a totalidade do risco do empreendimento e do capital investido.

A capitalização através de capitais de terceiros, por sua vez, está relacionada: (i) ao endividamento da empresa; (ii) à abertura de capital pela emissão de ações no mercado ou (iii) ao investimento de um capitalista de risco. Em qualquer dos casos, ao absorver capitais externos, o empresário está diluindo o seu risco, seja com um novo sócio ou com um intermediário financeiro.

Uma das formas de financiamento da empresa é através do mecanismo de capital de risco. Os investimentos dessa modalidade são realizados no estágio inicial da indústria de capital de risco. A indústria de capital de risco é o segmento do mercado financeiro relacionado a investimentos em ativos mobiliários de empresas de capital fechado, ou seja, que não têm suas ações negociadas em bolsas de valores.

De fato, segmentando os estágios de maturação de uma empresa, o capital de risco foca seus investimentos nas etapas iniciais de crescimento, que envolvem: (i) os investimentos na fase pré-mercado (*seed-stage*), (ii) o investimento imediatamente após a introdução da empresa no mercado e durante o período inicial de atividade operacional (*early-stage*), (iii) o investimento na expansão e consolidação do negócio consagrado em sua primeira fase (*expansion*) e (iv) o investimento em fases adiantadas de crescimento e desenvolvimento (*later-stage*)¹.

Independentemente das maiores ou menores facilidades que o empresário brasileiro dispõe para acessar uma ou outra forma de capitalização, existem interesses diversos no processo decisório. O empresário, na tomada de decisão de financiamento de sua empresa, opta entre diferentes alternativas e riscos.

1.1. Problema

O problema da pesquisa referiu-se à avaliação de quais os fatores envolvidos na decisão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas ao optar (ou não) pelo financiamento através do investimento de capital de risco.

¹ A indústria de capital de risco, na literatura mundial, é denominada indústria de *private equity* (ou seja, relacionada a investimento privado em ações). De forma geral, essa indústria seria segmentada em duas modalidades: *venture capital* (aportes de capital em empresas menores, nos estágios iniciais de crescimento) ou

1.2. Objetivo Geral

A pesquisa tem como objetivo geral realizar um estudo exploratório da visão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas a respeito da decisão de escolha de fonte de financiamento da sua empresa, com ênfase na opção capital de risco.

1.2. Objetivos Específicos

Os objetivos específicos da pesquisa são o de avaliar a presença de algumas das teorias financeiras de estrutura de capital e de outras relacionadas no ambiente empresarial brasileiro na tomada de decisão acerca do financiamento, com ênfase em capital de risco, visando analisar:

- a) quais os aspectos de maior importância para o empresário que avalia o investimento de capital de risco como forma de capitalização de sua empresa;
- b) qual a percepção do empresário em relação aos benefícios e desvantagens que são incorporados à empresa pelo ingresso de um investidor de risco; e,
- c) a visão do empresário sobre as principais características do capital de risco, que envolve aspectos como liquidez do investidor, compartilhamento do controle da empresa e comparação com outras modalidades de capitalização.

1.3. Hipótese

A hipótese da pesquisa foi a existência latente de elementos das teorias financeiras na tomada de decisão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas no processo de capitalização de suas empresas, principalmente pelo capital de risco.

private equity (aportes de capital em empresas maiores, com performance, nos estágios adiantados de crescimento).

1.4. Método de Pesquisa

A pesquisa desenvolveu-se em duas partes. Na primeira, foi realizada uma avaliação dos elementos envolvidos no ciclo financeiro das empresas, que também estão relacionados às principais teorias financeiras. Esses últimos elementos foram divididos em dois tópicos: (i) teorias relacionadas às decisões de estrutura de capital e (ii) teorias relacionadas a outros elementos de impacto do capital de risco nas empresas. Essa segmentação foi estruturada para consolidar o entendimento dos fatores envolvidos no processo de decisão empresarial, procurando destacar elementos teóricos e práticos envolvidos nessa decisão.

A segunda parte do trabalho envolveu uma pesquisa de campo com empresários de pequenas e médias empresas, de forma a cruzar as hipóteses teóricas com os dados do mercado. A pesquisa, voltada ao principal acionista da empresa, consistiu em 43 perguntas objetivas que procuravam captar e explorar os elementos teóricos abordados, de forma direta e indireta.

A pesquisa, realizada entre os meses de maio e junho de 2002, foi respondida por 25 empresários de pequenas e médias empresas localizadas em incubadoras empresariais de diferentes regiões do país. Em função do baixo número de respostas, não foi possível proceder a extrapolação estatística dos dados para a população, bem como testes de segmentação de amostra. No entanto, o caráter exploratório da pesquisa gerou resultados interessantes para o projeto.

A análise dos dados apontou evidências favoráveis à hipótese apresentada através do cruzamento dos aspectos teóricos com os dados obtidos na pesquisa de campo. Foram apontadas onze conclusões gerais do trabalho, dentre as quais destacam-se como principais:

- 1) O conjunto dos empresários pesquisados transitou sua decisão em direção à opção empréstimo (em detrimento das opções relacionadas ao capital pessoal ou da caixa da empresa) à medida que se supunha o crescimento da empresa e a aquisição de histórico e reputação perante o mercado;

- 2) O Custo da captação foi apontado como sendo o elemento mais representativo na decisão de investimento, ou seja, foi percebida a importância desse aspecto na tomada de decisão e a maior condição de captação a custos menores à medida que a empresa cresce;
- 3) O empresário evidencia os problemas de Assimetria Informacional ao apontar como desvantagens do instrumento de capital de risco elementos relacionados à governança corporativa, como o Engessamento da Administração da Empresa, a Pressão Negativa na Gestão e o Controle Rigoroso da Gestão;
- 4) Os empresários apontaram que uma das principais vantagens do capital de risco era a de que ele envolvia um menor risco para a empresa, o que evidencia a fuga dos compromissos de endividamento e a relação com teorias de Estrutura de Capital;
- 5) As principais vantagens do capital de risco percebidas pelos empresários foram Apoio Estratégico do Investidor no Negócio, Impulso pela Profissionalização da Empresa e Reputação trazida pelo Investidor; e,
- 6) A maioria dos empresários afirmou que o capital de risco traz consigo a aceleração do crescimento, o aumento da inovação, o aumento da capacidade de competição e a aceleração da profissionalização das empresas.

A análise exploratória foi aderente a hipótese proposta inicialmente, qual seja, a de que a tomada de decisão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas está relacionada a elementos das teorias financeiras de Assimetria Informacional e Estrutura de Capital e às hipóteses de agregação de valor adicional do mecanismo de financiamento capital de risco às empresas.

Em função do reduzido tamanho da amostra, a pesquisa apresenta sérios problemas de robustez estatística. Esse fator acabou restringindo uma maior profundidade de análise e a extrapolação dos dados e resultados encontrados como reflexo da visão geral dos empresários

de pequenas e médias empresas. No entanto, tal fato não minimiza o valor do caráter exploratório da mesma e da análise observada. Por outro lado, pelo fato de se tratar de pesquisa inovadora nesse segmento do mercado de capitais, são necessárias novas incursões nesse campo, principalmente pela segmentação de alguns elementos aqui apresentados e maior condição de aprofundamento específico.

Além do capítulo introdutório e das Conclusões, o estudo divide-se em quatro outros capítulos.

No Capítulo 2, é realizada a análise dos estágios de crescimento das empresas e do ciclo de financiamento, aprofundando as principais características das pequenas e médias empresas e quais as alternativas ideais ou possíveis em cada um dos estágios.

No Capítulo 3, é feita a análise dos principais aspectos da teoria financeira, vislumbrando os impactos potenciais e os motivos alinhados à decisão empresarial em relação à decisão de financiamento das empresas. O Capítulo dá ênfase aos aspectos relacionados à Assimetria Informacional e Estrutura de Capital, ou seja, dedica-se à exploração da relação dívida/capital nas empresas;

O Capítulo 4 analisa outras teorias diretamente relacionadas ao financiamento através de capital de risco, quais sejam, hipóteses de impacto desse tipo de investimento na agregação de valor das empresas, pelas características inerentes ao instrumento.

No Capítulo 5, é feita a apresentação da pesquisa, método empregado e análise dos dados obtidos.

Na Conclusão, encerrando o trabalho, é feito o cruzamento dos principais resultados obtidos empiricamente em relação às teorias conhecidas e exploradas nos Capítulos 3 e 4, procurando destacar as conclusões significativas para a pesquisa proposta.

CAPÍTULO 2

O CICLO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O CAPITAL DE RISCO

A atividade empreendedora envolve um conjunto de aspectos e decisões de alta complexidade. Conforme define Schmid (2001), o empreendedor é um indivíduo com um projeto e recursos limitados. Inserida na perspectiva de crescimento e dentro das limitações individuais de recursos, a oportunidade e a realização de um projeto empresarial depende de financiamento externo, à medida que a riqueza do empresário ou é consumida ou sua propensão a investir no referido projeto encontra-se no limite.

O que difere o empreendedor do administrador é a indispensável presença do primeiro nas operações cotidianas da empresa. Segundo Schmid (2001), o empreendedor agrega valor às empresas perpetuamente, e não apenas ocasionalmente. O inter-relacionamento do valor percebido, o potencial dos ativos da empresa por terceiros e a presença do empreendedor na gestão ou coordenação desses ativos constituem o pilar da avaliação de uma opção de investimento.

Como ponto de partida da análise proposta, é necessário explorar o motivo pelo qual os empresários decidem pela captação de recursos externos.

De fato, a manutenção da totalidade de um ativo em seu poder ao invés de dividi-lo com terceiros é a decisão provável de qualquer indivíduo. Sob o ponto de vista de uma empresa, no entanto, ao optar por esse caminho, o empresário estará limitando a condição de crescimento do seu negócio ao volume de recursos próprios pessoais e à capacidade de geração de caixa da empresa.

A limitação do crescimento das empresas à condição individual dos sócios determina a incapacidade da empresa de investir em opções de crescimento acima das suas condições financeiras. Essa decisão, considerada conservadora do ponto de vista dos sócios e gestores, pode não ser ideal por potencialmente intensificar eventuais riscos do negócio sob o ponto de

vista do mercado, da condição de competição, da aquisição de novos clientes, da contratação de profissionais de maior qualidade e de outros elementos de gestão estratégica.

Para alcançar condições de crescimento a velocidades superiores à da geração de recursos interna (sócios originais e caixa da empresa), a opção por fontes de capital ou fontes de financiamento externo passam a ser necessárias.

O financiamento de projetos através de capitais externos carrega consigo um elemento de controvérsia: a assimetria informacional. A Assimetria Informacional pode ser definida como o desequilíbrio da qualidade de informações detida por dois agentes econômicos em relação ao mesmo ativo. Esse desequilíbrio acaba determinando pressões sobre a tomada de decisão de cada um dos agentes em relação ao ativo em questão.

A assimetria de informações entre o empreendedor e o financiador externo é um dos principais problemas em debate nas finanças corporativas. O problema de assimetria é derivado de um conjunto de aspectos decisórios da gestão e estratégia das empresas, afetando continuamente a gestão do fluxo de caixa da companhia.

Nesse sentido, a assimetria informacional relacionada ao fluxo de caixa da empresa se deve ao fato de que esse, do ponto de vista do financiador externo, pode não ser observável, verificável ou gerenciável. No primeiro caso (não observação), teríamos o problema da utilização do fluxo de caixa corporativo para fins pessoais do empresário ou fins não alinhados ao planejamento da empresa. No segundo caso (não verificação), o problema pode ser o mesmo, com conhecimento por parte do financiador externo mas sem a condição de comprovação. Na terceira hipótese (não gerenciamento), temos o ponto onde as ações e os impactos de fluxo financeiro são verificáveis e observáveis, mas não são passíveis de atuação ou reorientação por parte do investidor externo (*unenforceable*), seja em função dos altos custos de um processo judicial e de acionamento de contratos ou acordos societários, seja pela inocuidade da ação pela baixa capacidade de ressarcimento financeiro pela parte oposta (no caso, a empresa ou o empresário).

A partir dos pontos acima destacados, o objetivo do presente capítulo é avaliar a estrutura do ciclo financeiro das empresas e a relação desse ciclo com o perfil do investimento

de capital de risco. Para tanto, o capítulo é segmentado em três partes. Na primeira (2.1), é realizada uma análise de como se estrutura o ciclo de crescimento das empresas e, a partir dele, a relação entre os diferentes estágios de crescimento e o acesso a novos canais de captação de recursos pela empresa. Na segunda seção (2.2), é feita uma análise histórica e do perfil do investimento de capital de risco, destacando porque sua orientação visa empresas de pequeno e médio porte com alto potencial de crescimento e elevada taxa de risco. Na terceira e última parte (Seção 2.3) procuraremos explorar as características inerentes à pequena e média empresa, alinhando-as à análise desenvolvida na seção anterior, de forma a vislumbrar o ponto de enlace entre os mecanismos de financiamento não tradicionais e as pequenas e médias empresas e quais os mecanismos atratores que alinham esses interesses frente a diversos problemas de operacionalização.

2.1. CICLO FINANCEIRO DAS EMPRESAS

As empresas possuem um ciclo financeiro definido, em que as opções de financiamento mudam à medida que o negócio cresce e o nível de informação para os agentes externos aumenta. Conforme as empresas crescem, elas naturalmente passam a acessar intermediários financeiros na obtenção de capital privado (como capital de risco) e dívida (como os bancos, por exemplo). Mantendo o crescimento, a empresa pode alcançar os mercados abertos de capital e dívida, como o mercado de negociação de ações em bolsa de valores.

Conforme Berger e Udell (1998), os canais de financiamento de empresas pequenas e médias é significativamente diferente do canal de financiamento de empresas maiores. No primeiro caso, os canais são notadamente privados, envolvendo negociações diretas com intermediários financeiros; no segundo caso, além da expansão do leque de alternativas de captação no mercado de financiamento fechado, as empresas de maior porte passam a contar com canais de financiamento no mercado aberto, como as bolsas de valores².

Uma segunda diferença é o fato de que as empresas pequenas são normalmente familiares ou controladas por um único dono, enquanto as empresas maiores tendem a possuir estrutura societária diversa e mecanismos de governança corporativa estruturados, definidos

em acordo ou pela própria presença de órgãos como o Conselho de Administração³. A não separação entre controle e gestão nas pequenas e médias empresas, por outro lado, minimiza a existência de problemas de agência entre esses atores.

A característica latente das finanças das empresas pequenas é o baixo nível de informação disponível. Esse tipo de empresa opera normalmente sob padrões contratuais não acessáveis pelo grande público, dados contábeis e financeiros não auditados e elevado risco operacional em função da reduzida capacidade financeira. Naturalmente, a condição de alcançar padrões de confiabilidade e reputação perante o público investidor ou prestador é reduzida.

Em função desse perfil, os mercados fechados ou privados de financiamento (representados pelas negociações privadas, entre duas ou mais partes, não disponíveis ao grande público e não acessáveis em balcões abertos de negociação de títulos, como as bolsas de valores), normalmente apresentam mecanismos contratuais complexos, orientados para a superação dos problemas derivados do perfil das empresas-alvo, que estão principalmente relacionados à assimetria informacional. Em contrapartida, os mercados de negociação abertos (representados por negociações entre duas ou mais partes disponíveis ao grande público e acessáveis por mecanismos como bolsas de valores) são transparentes e representam negociações de financiamento menos robustas e mais genéricas comparativamente.

Os intermediários financeiros, como os bancos ou capitalistas de risco, desempenham um papel fundamental na definição e funcionamento dos mercados de financiamento das pequenas empresas. Sua existência é função das economias de escala na geração da informação. Ao exercerem o papel de intermediadores e assumirem a responsabilidade de orientar, analisar e monitorar opções de investimento, esses atores reduzem a assimetria informacional existente entre o agente tomador e o agente prestador ou investidor e minimizam o custo da informação redundante. Com isso, viabiliza-se a transação de capitais entre empresas que operam em níveis inferiores aos da estrutura informacional mínima necessária à existência da relação direta entre os agentes.

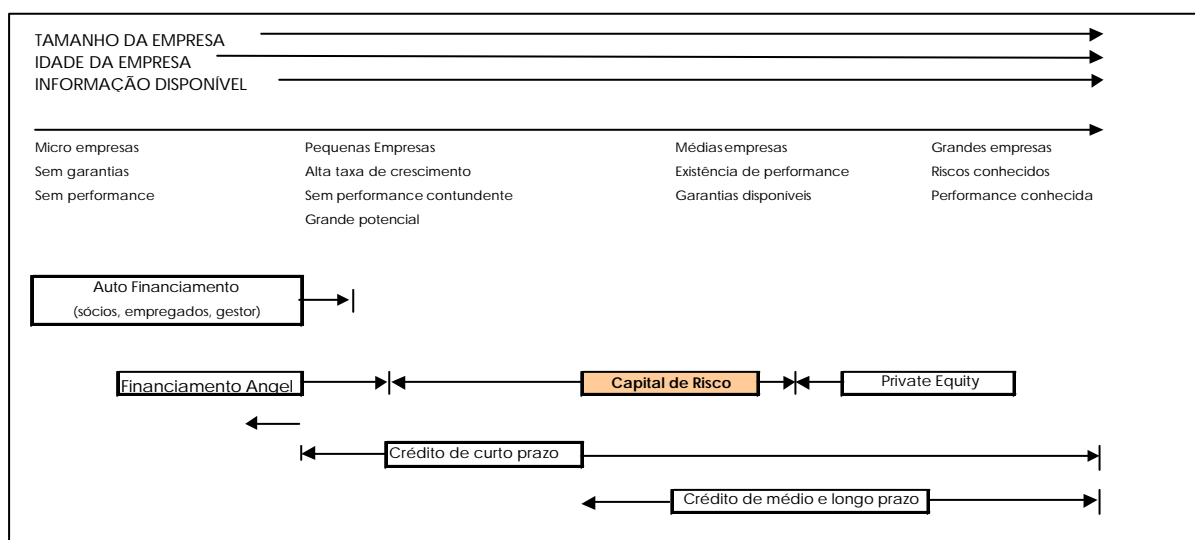
² Cabe ressaltar que se essa lógica é a essência do mercado de capitais dos países desenvolvidos, no Brasil, em função do tamanho reduzido do mercado de capitais, ela existe em escala menor.

³ O Conselho de Administração é um órgão de administração regulado pela Lei das Sociedades Anônimas brasileira (Lei nº 6404, de 1976). Seu caráter deliberativo tem como objetivo orientar estrategicamente a Diretoria da empresa, o órgão executor da administração.

A lógica presente no ciclo financeiro das empresas é relacionada aos diferentes estágios de maturação do negócio. Nas fases iniciais, em função do baixo nível informacional e de pouco padrão de performance, as empresas estão mais suscetíveis à absorção de canais de financiamento através de investimento de risco. Nesse caso, o alto risco associado à essas empresas é diretamente relacionado aos padrões de risco inerentes à opções de investimento. No crescimento, as empresas passam por novos estágios de maturidade, possibilitando maiores condições de obtenção de recursos de dívida ou no mercado aberto.

A Figura 1 abaixo demonstra os estágios de crescimento das empresas e quais canais de financiamento passam a ser disponíveis ao longo do período. De fato, o crescimento da empresa e a maturidade correspondem a um aumento da informação da mesma ao mercado e a existência de performance mercadológica, financeira e de gestão. Os primeiros financiadores do crescimento da empresa são os próprios sócios e agentes relacionados aos negócios da empresa, como fornecedores, empregados e outros. Esse estágio pré-operacional é normalmente relacionado ao desenvolvimento do produto ou serviço a ser ofertado no mercado. Somente a partir desse ponto o financiamento de capital de risco passa a fazer sentido, quando a empresa já possui um ativo negociável (o produto ou serviço) no seu mercado-foco.

Figura 1
Ciclo de Crescimento da Empresa



Fonte: Berger e Udell (1998)

O objetivo da Figura 1 acima é apresentar uma demonstração hipotética dos diferentes estágios de maturidade de uma empresa. A maturidade pode estar representada por diversos aspectos, como idade da empresa, volume de faturamento, número ou qualidade dos clientes, número ou potencial dos produtos ou outros elementos. No entanto, o exemplo abstrai esses aspectos para orientar uma visão hipotética das diferentes fases.

Conforme as firmas crescem, elas passam a dispor de um maior número de alternativas de financiamento, ampliando o leque de opções de risco e diminuindo o custo de captação. A maior amplitude de alternativas existe tanto do lado de capital quanto do lado de dívida, à medida que a empresa passa a ter condições de acessar mercados mais estruturados, complexos e supostamente de custo mais reduzido.

É a partir do entendimento do ciclo e dos diferentes estágios de financiamento das empresas que se torna possível extrair aspectos objetivos e subjetivos da tomada de decisão empresarial. Ressalta-se que a apresentação dos diferentes estágios, atores e canais no ciclo financeiro da empresa pressupõem uma situação teórica de crescimento. Não se pretende, aqui, fazer uma generalização, mas sim explicitar que a passagem aos diferentes estágios está relacionada à existência de diferentes níveis de assimetria informacional e, conseqüentemente, ao risco das empresas em relação ao seu projeto interno, segundo a percepção do mercado.

2.1.1. Autofinanciamento e investimento pessoa física

Nos estágios iniciais de desenvolvimento, a empresa normalmente conta com investimentos dos próprios sócios originais (geralmente os executivos do negócio). Esse investimento pode vir sob a forma de capital, máquinas ou horas de trabalho, podendo estar centrados apenas nos sócios ou também em outros atores importantes da estrutura operacional, como funcionários, fornecedores e clientes.

É nessas fases iniciais, com alto nível de assimetria informacional e elevado risco de realização do projeto que, em alguns casos, se dá o investimento de investidores pessoa física (a tradução livre do termo em inglês “*angel investors*”). Esses investidores, típicos de fases pré-mercado (ou *seed-stage*), são normalmente indivíduos de maior poder aquisitivo, com grau de relacionamento próximo ao dos gestores da empresa, que investem volumes

relativamente pequenos de capital para financiamento do primeiro estágio de desenvolvimento ou protótipo do produto-chave do projeto em desenvolvimento. Em troca, esse investidor recebe uma parcela do capital da empresa ou promessa de retorno do seu investimento com rentabilidade pré-determinada ou relacionada à performance do negócio, no caso de sucesso. Na literatura, existe um desacordo entre as reais ações desse tipo de investidor. Alguns autores, como Gompers e Lerner (2001), apregoam a esse ator um papel similar ao desenvolvido pelo capitalista de risco profissional (como monitoramento, aconselhamento estratégico e auxílio na gestão); outros o definem como um investidor passivo e de pouca capacidade agregativa à empresa investida. O fato é que esse canal de financiamento não é intermediador financeiro, tendo tampouco como objetivo uma ação estruturada e profissional no desempenho de suas tarefas em relação à empresa.

O autofinanciamento e o investimento pessoa física não necessariamente precisam estar atrelados ao uso do patrimônio pessoal dos sócios ou empresários. Uma das maneiras indiretas de ampliar as oportunidades de financiamento nessa modalidade é pela captação de crédito em nome do empresário ou dos sócios da empresa, voltado ao investimento no negócio.

Essa alternativa é possível na medida em que a reputação do empresário ou dos sócios, junto aos intermediários financeiros, pode ser maior do que da própria empresa, em função do longo histórico profissional e pessoal dos primeiros (que podem manter um relacionamento antigo com o intermediário financeiro) em relação ao histórico e reputação inexistente da empresa-alvo. Visando minimizar o risco do crédito, os intermediários financeiros preferem ceder capital à pessoa física e não à empresa. Essa, por sua vez, canaliza os recursos para investimento na empresa.

2.1.2. Crédito de curto prazo

A partir da realização de performance mínima e de um nível de transparência e informação ainda reduzido, a empresa passa a ter acesso a canais de financiamento pelas linhas de crédito de curto prazo. Através do sistema bancário, as empresas podem utilizar-se de linhas de financiamento de endividamento para realização de seu plano de negócios. Contudo, em função do ainda elevado grau de assimetria informacional, inexistência de

reputação corporativa e insignificante performance operacional ou financeira, tais linhas apresentam custos proporcionais elevados - relacionados ao risco da operação de crédito -, prazos curtos de pagamento e baixos volumes disponíveis. A fase inicial é composta por alto grau de informalidade e elevados níveis de assimetria. Ao longo da vida da empresa, contudo, essas linhas de financiamento passam a ser mais utilizadas pelas empresas. Isso ocorre porque à medida que a empresa ingressa em novos estágios de desenvolvimento, o seu nível de assimetria informacional reduz-se sensivelmente. A empresa passa a ter um redutor de risco pelo componente reputacional e, pela disposição do intermediário financeiro, a atividade nesse canal de financiamento tende a se elevar pela disponibilização de maiores volumes de empréstimo, redução dos custos de captação e alargamento dos prazos de pagamento.

As teorias financeiras revelam que o canal de financiamento tradicional, como o empréstimo, só poderia ser obtido quando a empresa alcançasse índices de performance mínimos, ou seja, um nível de atividade suficiente e ativos tangíveis na atividade. Isso sugere que opções de financiamento através de capital (e não de dívida) são particularmente mais aderentes quando as condições de assimetria informacional são pronunciadas.

2.1.3. Capital de risco de investidor profissional

Na passagem da fase de pré-mercado para a fase de mercado, potencializa-se a captação através de um novo canal de investimento: o capital de risco de investidor profissional. Geralmente, o intermediário financeiro é uma administradora de capital de risco, e esse capital está voltado ao financiamento de empresas com alta possibilidade de crescimento e alcance de resultados. Via de regra, tal investimento é realizado em títulos mobiliários de risco da empresa (ações ou debêntures conversíveis, não garantidas), e orienta-se pela transitoriedade temporal e pela busca de elevada taxa de retorno. Em função dessa característica, tal canal de financiamento é voltado para empresas com projetos inovadores e orientados à mercados com dinâmicas de exceção, seja em função do crescimento, da estrutura concorrencial, da carteira de produtos ou de outro elemento que possibilite a existência de diferenciais e oportunidades de crescimento.

Os capitalistas de risco, como intermediários financeiros, praticam as atividades de prospecção (*screening*), investimento (*contracting*) e monitoramento (*monitoring*) de forma

profissional e, de modo geral, sob dedicação exclusiva. Em função do alto risco relacionado e da manutenção de níveis de assimetria de informação elevados, a condição de obtenção desse tipo de financiamento é reduzida. Os capitais são normalmente de investidores institucionais dispostos a assumir baixo nível de liquidez e alto risco nos investimentos. Apesar de atuarem desde estágios iniciais de crescimento (*start-up* e *early-stage*), os capitalistas de risco típicos passam a ser um canal mais efetivo de financiamento em fases intermediárias de crescimento das empresas (*expansion*) ou fases adiantadas (*later-stage*), após o alcance de performances operacionais e financeiras.

Ao prover financiamento a empresas com níveis de informação reduzidos e tendo que despende tempo na captação dessa informação e na detecção de problemas, um outro problema pronuncia-se nesse tipo de operação: o problema de seleção adversa. A seleção adversa relaciona-se ao fato de que uma das partes de determinada relação econômica detém informações privadas antes da formalização do relacionamento econômico (assinatura do contrato). No processo decisório, alguns conhecimentos necessários à otimização da tomada de decisão de uma parte são derivados de certas características pessoais da outra que somente são de conhecimento dessa última. Em função disso, o mercado de capital de risco utiliza-se rotineiramente da sindicalização de recursos - o agrupamento de mais de um investidor no investimento em uma mesma oportunidade de negócio - como forma de minimizar tais custos.

Outro elemento importante no processo de investimento refere-se ao Problema de Agência existente entre o empresário e o investidor de risco. O Problema de Agência é o conflito de interesses entre o principal (o financiador externo) e o agente (o empresário ou gestor) derivado da assimetria informacional na condução dos negócios da empresa. O cerne do problema está na separação do gerenciamento de uma empresa e do controle da mesma. O financiador externo tem como objetivo a minimização do risco no uso do capital investido, enquanto o gestor alinha seus interesses à liberdade de gestão e comando das ações empresariais. Ou seja, os interesses dos administradores não estão necessariamente relacionados aos dos acionistas.

Se o Problema de Agência não é latente pelo fato de haver uma sobreposição entre controle societário e o comando operacional nas empresas pequenas e médias, a entrada de

um investidor de risco e a administração do fluxo de informações por parte do empresário acarretam o pronunciamento do mesmo.

2.1.4. Crédito de médio e longo prazo

A partir de determinado ponto da sua trajetória de crescimento, a empresa passa a ter condições de ser tomadora de créditos de longo prazo, normalmente relacionados a custos menores. Para acessar esse canal de financiamento, normalmente a empresa necessita de níveis de performance operacional e financeira robustos, reputação mercadológica, ativos operacionais tangíveis e um conjunto de componentes que permitam maiores condições de negociação junto aos intermediários do sistema bancário. A abertura desses canais, atrelada à redução de custos de assimetria informacional, possibilita à empresa melhores condições para composição da sua estrutura de capital.

Independente do canal de financiamento utilizado, é importante destacar que, na trajetória de crescimento de uma empresa, o alcance de diferentes estágios de maturação representa não a competição entre os diferentes canais de financiamento, mas sim a antecipação e complementaridade entre um tipo de financiamento e outro. Tipicamente, investimentos de capital originários de investidores pessoas-físicas normalmente são apoiados em contratos que já prevêm o ingresso de investidores de capital de risco profissional. Esses, por sua vez, procuram incorporar aquisição de dívidas pelas empresas como forma de minimizar os custos de seleção adversa e aumentar o nível de monitoramento do investimento.

2.1.5. *Private Equity*

O investimento de private equity corresponde a uma das fases do mercado de capital de risco. De forma geral, tal investimento é realizado em títulos mobiliários de risco da empresa (ações ou debêntures conversíveis, não garantidas), igualmente orientando-se pela transitoriedade temporal e pela busca de elevada taxa de retorno. Diferentemente dos investimentos de capital de risco nas fases anteriores de desenvolvimento das empresas, tal canal de financiamento é voltado para projetos de qualquer ordem, não necessariamente inovadores, normalmente orientados a consolidação de posições de crescimento em mercados

consagrados. O foco dos investimentos são empresas consolidadas, com reputação e histórico empresarial e produtos comprovados. Os volumes médios investidos são bastante superiores aos volumes médios investidos nas fases *early-stage* ou *later-stage*. Com isso, os investidores de *private equity* absorvem, em outro nível, níveis de assimetria de informação elevados.

2.2. O CAPITAL DE RISCO: HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS.

O capital de risco provê financiamento através de capital a empresas pequenas, normalmente em troca pela aquisição de parte da empresa. O capital de risco orienta-se em função de potenciais ganhos de capital acima das estimativas de retorno de investimento de outros ativos disponíveis no mercado, aliado à absorção de um risco igualmente elevado. Por outro lado, a empresa captadora desvia-se de pagamentos de juros para poder, mais rapidamente, alcançar a lucratividade.

A definição da atividade de capital de risco pode ser dada pelo conjunto de regras práticas estabelecidas por Doriot (s.d.), um dos investidores participantes da *American Research and Development-ARD* (apud BARTLETT, 1999), a primeira empresa de capital de risco estruturada e com operação profissional, criada em 1946 em Boston, Massachussets (EUA). Tal empresa foi criada dentro do *Massachussets Institute of Technology* (MIT), por um conjunto de pesquisadores orientados à aplicação mercadológica de suas pesquisas (NUECHTERLEIN, 1999).

Segundo Doriot, investimentos em capital de risco envolveriam negócios com as seguintes características:

- (a) novas tecnologias, novos conceitos e possibilidades de aplicação de novos produtos;
- (b) uma relevante participação dos investidores na gestão da empresa, não envolvendo necessariamente o controle societário;
- (c) investimentos envolvendo empresários com competência e integridade;
- (d) produtos e processos em estágio além do protótipo e adequadamente protegidos pelos contratos e patentes necessários;

- (e) negócios com possibilidades claras de abertura de capital ou venda a terceiros; e,
- (f) empresas onde o investidor possa agregar valor estratégico ao projeto, além do capital investido.

A capitalização de empresas através desse mecanismo tem crescido de importância nos últimos anos, fato comprovado pelo próprio crescimento dos volumes investidos, conforme apresentado no Gráfico 1 adiante.

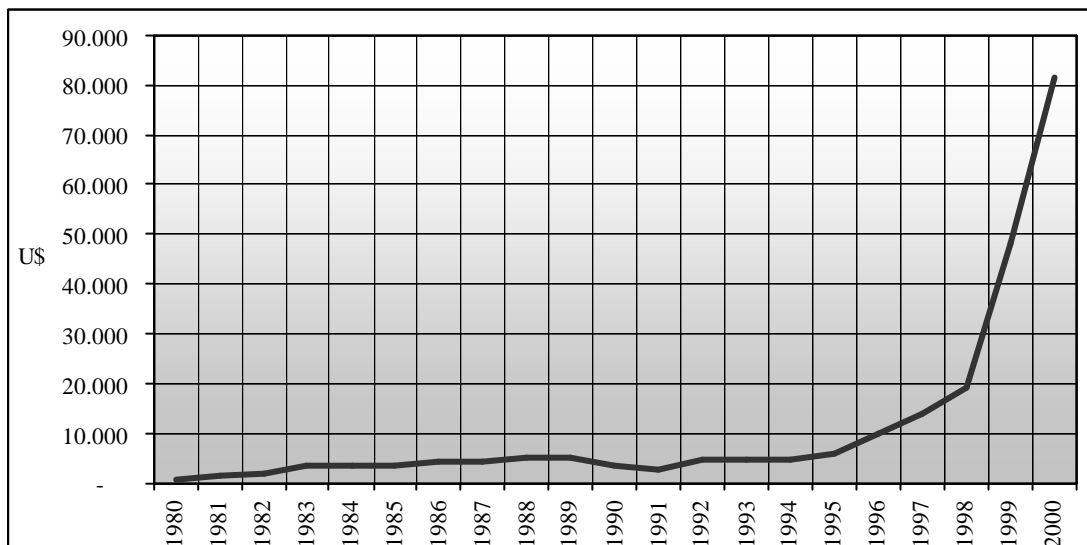
Dois aspectos foram relevantes para a consistência desse crescimento. Em primeiro lugar, houve a instauração de marco regulatório para a criação das *Small Business Investment Companies* (SBIC's) pelo governo norte-americano, em 1958. Essa legislação permitia a fundação de companhias privadas de capital de risco, que poderiam alavancar o capital comprometido em duas a três vezes, utilizando-se de capital financiado e garantido pelo governo. Nas décadas de 1960 e 1970, as empresas de capital de risco eram representadas em um terço por SBIC's. Ao longo dos anos, essa taxa foi declinando – em função da profissionalização da indústria –, representando na década de 1990 algo em torno de 5% do capital total comprometido para investimentos (NUECHTERLEIN, 1999; GOMPERS e LERNER, 2001).

Outro elemento de relevância para a consolidação e crescimento desse mecanismo de investimento foi a redefinição da norma governamental *Prudent Man Rule*, em 1979. A transparência dos conceitos de conservadorismo e cautela na administração dos fundos de pensão passou a permitir que esses investidores alocassem até 5% dos seus ativos em fundos de capital de risco. Em função disso, esse investidor institucional passou a liderar os investimentos nessa modalidade. De uma participação de 15% em 1978, passou a representar entre 40% e 60% do total de investimento comprometido nos últimos 20 anos (GOMPERS e LERNER, 2000).

Aliado a esses dois atos governamentais, outros fatores foram decisivos para a estruturação dessa indústria, como a consolidação do modelo de empresas privadas de capital de risco (as *venture capital limited partnership*, consolidadas a partir de 1958) e benefícios fiscais nos retornos dos investimentos, concedidos no final da década de 70 e na primeira

metade da década de 80. Dessa forma, o volume de capital captado para geração de novos fundos de investimento de capital de risco (a preços de 1997) cresceu de U\$ 457 milhões em 1978 para U\$ 11,7 bilhões em 1997, U\$ 25 bilhões em 1999 e o patamar recorde de U\$ 102 bilhões em 2000⁴. Em relação ao capital investido, os volumes foram de U\$ 702 milhões (1980), U\$ 3,6 bilhões (1985), U\$ 3,5 bilhões (1999), U\$ 5,7 bilhões (1995) e U\$ 81,4 bilhões (2000) (GOMPERS e LERNER, 2001).

Gráfico 1
Volume de Capital de Risco Investido
Estados Unidos – 1980-2000



Fonte: Gompers e Lerner, 2001.

Ressalta-se que, do total dos recursos investidos, o financiamento de empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento (*early-stage* e *expansion*) nunca foi inferior a 55% desde 1980, alcançando picos próximos a 80% na segunda metade da década de 90 (GOMPERS e LERNER, 2000 e 2001).

No Brasil, essa modalidade de investimento encontra-se em estágio inicial de consolidação da indústria. Somente a partir da segunda metade da década de 90, com o início de operações de fundos norte-americanos de capital de risco voltados a investimento no Brasil, a atividade passou a ser representativa, tendo sido investidos U\$ 678 milhões em 2001

⁴ Entre 1994 e 1999, o mercado de capital de risco norte-americano vivenciou um *boom* de investimentos impulsionado pela alta atratividade de investimentos em empresas de tecnologia, notadamente as chamadas empresas *dotcom* (relacionadas a projetos na Internet). Em função disso, o crescimento do volume de captação nesse período é atípico.

na soma de todas as modalidades de investimentos da indústria, em 71 empresas (RELATÓRIO STRATUS, 2002).

Pelo seu formato aparentemente flexível em relação às formas tradicionais de investimento e pela existência de casos de sucesso no mercado norte-americano, o capital de risco tem atraído o interesse de empresários e investidores, apesar do número ainda reduzido de operações voltadas a empresas em estágio inicial de desenvolvimento realizadas no país. Alguns estudos demonstraram que o sucesso dessa forma de investimento nos Estados Unidos estaria relacionado à existência de um mercado de capitais consolidado, que proporcionaria ampla liquidez a esse tipo de investimento (CUMMING e MACINTOSH, 2000; GILSON e BLACK, 1999; GOMPERS e LERNER, 1999). Além disso, determinados fatores culturais, legais e econômicos também seriam necessários à estruturação dessa indústria (TRIANSTIS, 2001; LA PORTA et al., 1996). Pela subjetividade inerente ao processo de decisão de investimento (tanto do fornecedor de capital quanto do demandador de capital), nenhum desses estudos comprova definitivamente as relações de causa-efeito entre as variáveis estudadas, detectando correlações estatísticas significativas ou hipóteses.

A atividade de capital de risco é baseada em conceitos relativos à forma como esse tipo de investidor se relaciona com a empresa e aos impactos que o investimento pode gerar, além do próprio capital. De modo geral, o investidor de capital de risco posiciona-se como um intermediário financeiro diferenciado, ou seja, como uma fonte de captação de recursos que, ao mesmo tempo em que têm importância decisiva no grau de liberdade na gestão dos negócios e no aumento das responsabilidades e deveres do gestor, procura agregar estratégia e experiência ao negócio da empresa investida.

2.3. O PERFIL DAS EMPRESAS EM ESTÁGIO INICIAL DE CRESCIMENTO.

O financiamento de empresas em estágio inicial de crescimento apresenta um conjunto de características únicas. A volatilidade dos seus ativos e o ambiente de incerteza coloca essas empresas e seus gestores em um ambiente de tomada de decisão, no limite da lógica das teorias financeiras. Os gestores de empresas realizam captações de recursos influenciados por

diferentes motivos - objetivos e subjetivos - sendo o capital de risco uma das fontes teoricamente mais apropriadas mas invariavelmente mais difíceis de obter⁵.

Como caracterização das empresas em estágio inicial de crescimento e alvo potencial de investidores de capital de risco, vamos utilizar a caracterização de Gompers e Lerner (2001). Os autores desenvolveram as características que são típicas de empresas desse perfil, cujo impacto na tomada de decisão de financiamento é intenso.

A empresa típica para investimentos de capital de risco apresenta desafios ao empresário tanto no que se refere à operação cotidiana quanto à tomada de decisão para financiamento. As empresas em estágio inicial de crescimento apresentam rotineiramente uma profusão de novos conceitos, idéias e opções de investimento desproporcionais à sua capacidade financeira. Em função disso, o financiamento através de recursos externos é opção natural para suportar os investimentos necessários à realização do plano de crescimento.

No entanto, em função da própria incerteza inerente ao negócio, tais projetos de investimentos são avaliados com ceticismo pelos intermediários financeiros, sejam eles bancos ou investidores de capital de risco. O ceticismo é determinante e sustenta-se no alto risco de não realização das diferentes opções de investimento. O intermediário financeiro tem a função de transacionar os recursos da ponta emprestadora à ponta tomadora, equalizando as funções de risco e retorno desses agentes. Contudo, essa tarefa é tão mais complexa quanto menor a empresa, quanto menos experiência possui ou quanto mais voláteis são as opções de investimento.

A essência da tomada de decisão do empresário e do gestor estaria baseada em quatro características principais dos negócios-alvo para capital de risco:

- a) Incerteza sobre o futuro;
- b) Assimetria informacional;
- c) Intangibilidade dos ativos; e,
- d) Condições financeiras e mercadológicas.

⁵ Em 2000, um ano recorde de investimentos de capital de risco nos Estados Unidos, apenas 2.200 empresas receberam esse tipo de recurso pela primeira vez (GOMPERS e LERNER, 2001); no Brasil, esse número não superou 100 empresas (RELATÓRIO STRATUS, 2002).

A partir do exposto, exploraremos cada uma das quatro características, objetivando posicionar o ambiente de tomada de decisão dos agentes desse mercado.

2.3.1. Incerteza sobre o futuro.

A primeira característica das empresas em estágio inicial de crescimento é a incerteza acerca do futuro. Apesar dessa característica ser geral, ela é mais pronunciada e apresenta um nível mais elevado do que a média devido à inexistência ou baixo nível de informações históricas das pequenas e médias empresas.

Um dos principais problemas relativos a essa definição é que, em alguns dos casos, a incerteza é confundida com desconhecimento. Em outras palavras, o empresário desconhece o nível de risco das opções de investimento que está gerenciando e as aceita como válidas, buscando viabilizar opções de financiamento junto aos intermediários. No entanto, um nível de risco desconhecido ou imensurável é, na verdade, a comprovação da insuficiência de informações para avaliação de um intermediário financeiro padrão.

Conforme apresentado por Gompers e Lerner (2001), incerteza por ser vista como a mensuração de uma distribuição de possíveis retornos para um projeto ou empresa. Segundo os autores, existiriam quatro potenciais modelos de incerteza para um projeto ou empresa⁶:

- **Retorno Curva Sino (*The Bell Curve*):** representaria a clássica curva em sino, onde o pico do ciclo está no meio da curva e esta apresenta uma trajetória de aceleração e desaceleração. Ou seja, representa o caso de um produto inovador, aceito sequencialmente pelos inovadores do mercado, pela maioria do mercado e, subsequente, pelos conservadores do mercado. Nesse caso, temos a visão da incerteza da opção de investimento, mas uma previsibilidade da sua trajetória mercadológica.

⁶ A nomenclatura dos diferentes tipos de probabilidade de retorno foi alterada em relação ao texto no qual se baseia (GOMPERS e LERNER, 2001) com o objetivo de proporcionar um melhor esclarecimento ao leitor, sem alterar o sentido proposto pelos autores.

- **Retorno Discreto:** esse é o caso onde o retorno do projeto apresenta potencial de retornos discretos, ou seja, de total realização (100%) ou não realização (0%). Seria tipicamente representado pelo caso de um novo produto que necessita de aprovação em um órgão regulador, por exemplo. Nesse caso, o risco do produto poderia ser de 100% caso não fosse aprovado e significativamente menor caso aprovado, pois teria superado o risco primário e passaria a ser gerenciado por outros elementos, como risco de mercado, por exemplo.
- **Retorno Potencial Determinado:** é o caso onde um produto ou empresa depende de uma licitação, por exemplo. Nesse caso, a probabilidade de retorno potencial é a mesma para qualquer quantidade ofertada, à medida que a superação da barreira inicial não altera a condição e o limite do retorno.
- **Combinação de Retornos:** é o caso de um conjunto de probabilidades dependentes, como por exemplo, um produto que, sob alguma circunstância específica, pode ter retorno zero e, sob outras, um retorno típico da curva sino, por exemplo.

A percepção relativa aos diferentes níveis de incerteza é o ponto de partida para a tomada de decisão do empresário em relação ao financiamento de seu negócio. A incerteza acerca do futuro é pronunciada em negócios de alto crescimento e acarreta impactos decisivos na percepção de risco por parte dos diversos agentes econômicos.

2.3.2. Assimetria Informacional

A assimetria informacional refere-se ao diferente nível de informação que transita em direção aos diferentes agentes na interação com o mesmo ativo – no caso, a empresa. Essas informações, notadamente, referem-se a processos e decisões internas, conhecimento do mercado, dos concorrentes e de informações decisivas para a correta avaliação e tomada de decisão.

Os gestores de empresas tendem a possuir maior volume de informação que os agentes econômicos que orbitam em torno da empresa, sejam eles os investidores, funcionários ou fornecedores. Esse conhecimento é natural da atividade administrativa, fruto dos estudos e

análises, da interação com diferentes canais de informação, do conhecimento tecnológico ou de outros elementos relacionados ao negócio. A tendência dos gestores é resguardar parte dessa informação, visando colher benefícios pessoais ou corporativos.

Em função da existência dessa assimetria, os agentes econômicos estabelecem um aumento do risco inerente às empresas como forma de proteção por informações desconhecidas que podem estar sendo utilizadas como benefício aos gestores ou a outros agentes relacionados. A partir da existência de informações assimétricas, os agentes econômicos passaram a criar instrumentos de proteção (contratos e órgãos de monitoramento – como o Conselho de Administração) contra informações desconhecidas que possam prejudicar retornos projetados acima dos riscos conhecidos.

A existência de assimetria informacional, por outro lado, pode também beneficiar o intermediário financeiro pelo conhecimento de informações de mercado não acessadas pelo empresário. Tais informações permitem ao investidor uma subvalorização do preço da empresa. No entanto, é importante ressaltar que no caso do investidor ele está deixando uma posição de risco menor para assumir uma posição de risco mais elevada ao investir na empresa. Por outro lado, o empresário, ao receber investimento beneficiado por elementos de assimetria de informação, supostamente tem seu risco pessoal reduzido pela presença de um novo investidor e maior volume de capital na sua empresa.

No caso de empresas pequenas e em crescimento, os elementos de assimetria de informação são extremamente elevados, em função do normalmente baixo volume de informações disponíveis, pouco histórico e reduzida performance comprovada. Em função disso, essa característica é considerada como decisiva no processo de tomada de decisão de financiamento.

2.3.3. Intangibilidade dos ativos

O valor de uma empresa é relacionado ao valor dos ativos detidos por ela no presente e à realização de opções de investimentos futuras. Os ativos de uma empresa podem ser compostos pelos chamados ativos reais e pelos chamados ativos intangíveis. Os primeiros referem-se a ativos tradicionais, como prédios, máquinas e equipamentos. O segundo grupo é

composto por marcas e patentes, capital humano e produtos em desenvolvimento (opções de investimento futuras).

Nas empresas em estágios iniciais de crescimento, orientadas a produtos ou serviços inovadores e, portanto, potencial alvo de investidores de capital de risco, os ativos intangíveis representam a quase totalidade dos ativos da empresa. Nesses casos, a condição de previsibilidade e valorização dos ativos é prejudicada pela inexistência de valor real ou de mercado: a potencial riqueza das empresas está depositada nos elementos humanos e em processos de pesquisa e desenvolvimento de produtos.

2.3.4. Condições financeiras e mercadológicas

O desenvolvimento das empresas no início da curva de crescimento está relacionado à forte oscilação das condições financeiras e mercadológicas do negócio. Quanto menor for o tempo de performance e histórico de um negócio, maior será a sua sensibilidade a oscilações de mercado e financeira, o que aumenta a taxa de risco inerente àquela oportunidade.

Na prática, enquanto uma empresa de maior porte tem maiores condições de suportar o ingresso de novos concorrentes, mudanças na legislação específica do mercado de atuação ou arrefecimento da atividade no mercado financeiro e a diminuição das alternativas de capitalização, as empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento são totalmente suscetíveis a essas oscilações. O menor nível de resistência tem como resposta um maior componente de risco ao negócio, na avaliação dos agentes econômicos.

As definições das características das empresas em desenvolvimento, os estágios de crescimento e o alinhamento à história de investimento de capital de risco descritas no capítulo são importantes para o entendimento dos elementos de influência na tomada de decisão empresarial e para a evolução da presente pesquisa.

Observa-se que os diferentes estágios de desenvolvimento e o ciclo financeiro das empresas proporcionam a elas uma personalidade mutante alinhada ao crescimento. Essa característica permite o acesso a novos padrões de negociação e diferentes canais de financiamento, oportunizando ao empresário a renovação das suas concepções decisórias. O

passo seguinte é o aprofundamento da análise através da contextualização dos elementos de impacto na tomada de decisão empresarial em relação às principais teorias das finanças corporativas.

CAPÍTULO 3

ASSIMETRIA INFORMACIONAL E ESTRUTURA DE CAPITAL: REVISÃO TEÓRICA

O objetivo desse capítulo é proceder à revisão teórica dos aspectos que podem ter impacto na decisão empresarial sobre a tomada de recursos de capital de risco. De forma geral, o problema está centrado na existência de diferentes níveis de informação de uma empresa, dos elementos em torno de sua atividade e nos diferentes níveis de acesso à essa informação que são possíveis de serem alcançados tanto pelo empresário quanto pelo investidor.

O problema de níveis de informação ocorre não só em função de omissão por um dos agentes mas devido a elementos relativos ao desconhecimento das partes relacionadas. A relação entre dois agentes econômicos está intimamente relacionada à confiabilidade entre as partes e ao grau de certeza da informação produzida. Essas características não podem ser alcançadas em sua totalidade na construção de um relacionamento econômico e, desse aspecto, emergem diversos elementos complicadores na construção dessas relações.

O capítulo é segmentado em três partes. Na primeira (Seção 3.1), é feita uma análise dos principais elementos de complexidade no financiamento de uma empresa. A partir dessa caracterização, o primeiro foco de análise (Seção 3.2) tem como objetivo a avaliação dos aspectos relativos à assimetria informacional entre os agentes. Nessa seção, destacam-se os dois elementos de maior relevância a essa pesquisa, quais sejam, os problemas de seleção adversa e de agência. Na terceira e última seção (Seção 3.3) serão analisadas as teorias relacionadas à construção da estrutura de capital das empresas, nas quais será buscado o entendimento dos elementos que influenciam de forma decisiva a tomada de decisão empresarial e do investidor na relação de capital de risco.

3.1. OS PROBLEMAS ASSOCIADOS AO FINANCIAMENTO DA EMPRESA

Existe um elevado grau de complexidade no financiamento da empresa no que se refere à criação e à manutenção de uma relação entre o empresário e o investidor externo. Devido à ineficiência do mercado e do trânsito de informações, diversos instrumentos foram sendo criados ao longo da história visando a superação desses problemas (SCHMID, 2001):

- a) **Opções de investimento:** Refere-se ao problema no qual o empresário, supostamente, se orienta a projetos de maior risco em relação ao risco pretendido pelo financiador, sobretudo no caso desse agente externo ser um credor. Tal atitude e problema advêm do fato de que o credor participa de todos os riscos envolvidos no negócio, sejam eles positivos ou negativos. No outro extremo da relação, o empresário aproveita-se da presença de financiamento externo orientando-se a investimentos mais agressivos e de risco mais elevado.

O problema de decisão de investimento e gestão de risco é mais pronunciado na relação empresário-credor, mas é igualmente existente na relação empresário-investidor (capital). O problema surge, no segundo caso, em função do perfil transitório do investidor na empresa e sua necessidade futura de liquidez. Ao mesmo tempo em que o investidor aceita assumir riscos acima das taxas normais de mercado orientado a obtenção de retornos mais significativos, ele também tem uma orientação individual à assunção de riscos corporativos. De outra forma, o empresário aproveita-se do desalinhamento com o interesse de liquidez do investidor para assumir posições de risco agressivas na gestão corporativa.⁷

- b) **Benefícios de controle:** Um segundo aspecto proeminente na relação de financiamento refere-se à existência de potenciais benefícios no controle da gestão do negócio. Tipicamente um problema de agência, os gestores podem aproveitar-se da circunstância de administrarem o dia a dia da empresa, com poderes para orientar as decisões corporativas em função de benefícios privados. Como efeito, o empresário poderia administrar negativamente políticas de receita e despesa em função de

⁷ Em função desse problema, os contratos de investimento de capital de risco são fortemente regulados em relação ao poder de veto em decisões de investimento e regras de liquidez.

benefícios financeiros pessoais ou outras ações não orientadas ao objeto final da empresa, qual seja, resultar em retorno financeiro aos seus acionistas.

- c) **Entrincheiramento gerencial:** a questão do entrincheiramento gerencial é relacionada a uma controvérsia entre controle e gestão. De um lado, os interesses dos sócios gestores e dos sócios não-gestores tendem a estar tão mais alinhados quanto maior for a fração de ações detida pelos gestores (em função da sua posição societária, seu interesse no desempenho da empresa e no aumento do valor das ações é maior). Por outro lado, quanto maior for a força e o poder de controle do gestor, maior será a propensão a apropriar-se do valor da companhia em benefício individual (financeiro ou não financeiro). O gestor poderia utilizar táticas de pagamento de dividendos, por exemplo, para manter os outros acionistas satisfeitos com o desempenho da empresa, mesmo que, como estratégia corporativa, essa ação fosse equivocada. Outro exemplo seria o do gestor que, em um momento propício de captação de dívida no mercado, não utilizasse esse instrumento de financiamento visando não expor sua reputação pessoal e aumento do risco da empresa.
- d) **Fluxo de Caixa não verificável:** refere-se à não possibilidade de verificação do fluxo de caixa da empresa – ou, mais precisamente, do destino dos recursos financeiros da empresa, como receitas, investimentos e financiamentos. Nessa hipótese, evidente em empresas menores, o financiador externo não pode estabelecer práticas de monitoramento compatíveis com o risco assumido. Com isso, sua condição de atuar na reorientação da gestão do negócio ou mesmo em desvios de gestão não compatíveis com o acordado na origem é prejudicada.
- e) **Gestão do risco:** refere-se a gestão do risco corporativo. Os empresários têm grande parte de sua riqueza pessoal e esforços dedicados à empresa. Com isso, exacerba-se a característica de aversão ao risco excessivo. A potencialidade do empreendimento pode ser limitada em função de uma decisão pessoal de gestão, não relacionada às potencialidades do negócio mas sim à decisão de gestão pessoal de risco. É uma segmentação do problema de entrincheiramento.

f) **Complementabilidade de ativos:** o problema da complementabilidade de ativos é um dos pontos de maior importância no financiamento de empresas, notadamente em seus estágios iniciais de crescimento. O problema refere-se ao fato de que os ativos de uma empresa (sejam eles relacionados à tecnologia, produtos ou processos) somente têm valor correspondente à relação de risco e retorno proposta pelo financiador se estiverem (e manterem-se) como complemento aos ativos humanos - a capacidade empreendedora. A soma desses ativos é maior do que seus valores individuais. Sendo assim, o problema de deslocamento do empresário para fora da atividade da empresa (por motivos pessoais, por exemplo) acarreta uma desproporcional desvalorização dos ativos restantes na empresa, transformando essa possibilidade em um ponto de corte no financiamento das empresas.⁸

3.2. ASSIMETRIA INFORMACIONAL

O investimento de capital de risco realiza-se com a existência de assimetria entre a informação detida pelo empresário e a detida pelo potencial investidor. A assimetria de informação entre os agentes é parte da natureza do mercado, em todas as relações econômicas. Em relação ao financiamento, essa assimetria é derivada do fato de que um dos agentes econômicos interage diretamente com a gestão dos negócios (o empresário) e o outro é um agente não participativo da gestão cotidiana (o financiador). Mesmo sendo essa assimetria um fator lógico e racional, o impacto da sua existência molda aspectos importantes da relação entre o empresário e o investidor de risco.

Stiglitz (2002) sugere que alguns dos problemas de assimetria informacional são inerentes, pois o indivíduo conhece mais de si mesmo do que qualquer outro agente econômico. Outras assimetrias, contudo, advêm do processo econômico.

No caso específico dos investimentos de capital de risco, os problemas de assimetria são muito pronunciados, pois as empresas-alvo desse mercado são, normalmente, aquelas em estágios iniciais de desenvolvimento, com produtos ou serviços inovadores. Essas empresas apresentam maior dificuldade de valoração e definição de parâmetros confiáveis de

⁸ Em função da clara presença desse problema, é prática nos investimentos de capital de risco a negociação de cláusulas de não-concorrência (o empresário não pode participar de negócios similares ou concorrentes aquele que o investidor participa) e de *vesting* (o empresário perde expressiva participação societária em prol do investidor no caso de se ausentar da gestão).

informação. Já nas empresas mais estáveis e com performance histórica, onde existe reputação empresarial, há uma melhor condição de avaliação, produzindo potencialmente níveis menores de assimetria informacional.

Isso é visível na avaliação das reais diferenças de informação que um e outro agente possui na relação. O empresário está à frente da sua atividade, posicionando a sua empresa no mercado e tomando decisões de gestão. Nesse sentido, o agente tem acesso a informações de mercado, de preço, concorrência, custos, associações e outros elementos relativos à gestão de sua empresa, que permitem não só uma melhor decisão de curto prazo como o planejamento e a melhor capacidade de decisão a longo prazo. O investidor de capital de risco, por outro lado, pela sua característica de investidor e não de gestor dos negócios em que investe, tem acesso a um número reduzido de informações. Mesmo que o investidor se utilize de canais de informação próprios, tenha controles rigorosos da contabilidade e dados gerenciais da empresa, dificilmente terá condições de alcançar o nível de informação detida pelo empresário – de fato, a informação fornecida pela empresa pode ser a única que o investidor possui.

A existência de assimetria informacional ou o descompasso entre as informações percebidas ou conhecidas pelo empresário ou gestor e pelo mercado tenderia a promover a desvalorização da empresa pelo investidor de risco. Esse suporia, a qualquer tempo, a existência de informações não conhecidas que, ao serem incorporadas ao risco da operação, determinariam a filtragem das oportunidades de negócio (*screening*), o ajuste de preço (*valuation*) através da redução do valor da empresa e, caso realizado o investimento, a relação entre as partes ao longo do período de investimento (*monitoring*). Conforme Stiglitz (2002), o dono de uma empresa, invariavelmente, possui mais informação do que o potencial investidor.

A existência de informações não-simétricas entre os agentes investidor e investida no período pré-investimento forçam o primeiro ao aumento da sua taxa de risco na operação como uma tentativa de equalizar a suposta falta de informação. Hipoteticamente, o investimento seria realizado quando o risco a maior aceito pelo investidor fosse igual ou menor do que a quantidade de informações supostamente desconhecidas da empresa-alvo. De fato, quanto mais acurado o nível de informação alcançada pelo investidor de risco na realização de um investimento, menor a taxa de sobre-risco e, portanto, melhor a condição de precificação do negócio.

Outro aspecto importante na decisão de captação refere-se ao estágio em que está a empresa captadora. Os problemas de assimetria de informação são mais latentes nos primeiros estágios de operação das empresas (*early-stage*), quando o nível de informação disponível é ainda pequeno e pouco confiável. Quanto mais precisa a condição de informação e previsibilidade da performance da empresa, com clara consistência de produto e mercado e informações gerenciais e contábeis disponíveis, maior a condição de realização de investimento e de redução dos custos de assimetria de informação.

Segundo Stadler e Castilho (1997), a assimetria informacional pode ser caracterizada em três diferentes problemas: seleção adversa, sinalização e risco moral. A seleção adversa apresenta os problemas informacionais antes da relação econômica ser iniciada formalmente entre as partes através de um contrato. A sinalização, por sua vez, que apresenta características similares ao problema de seleção adversa, refere-se ao envio de sinais observáveis do agente ao principal. Finalmente, o risco moral compreende o ponto após o início formal do relacionamento entre os agentes, onde a ação do agente não é perfeitamente verificável.

Nesse capítulo, vamos avaliar, do ponto de vista teórico, os efeitos relativos ao problema de seleção adversa e de risco moral.. Em relação a esse último, será enfatizado o problema de agência.

3.2.1. O Problema da Seleção Adversa

O problema de seleção adversa é derivado do fato de que o agente (empresário ou gestor) detém informações privadas antes da formalização do relacionamento econômico (assinatura do contrato). Stadler e Castilho (1997) afirmam que o problema de seleção adversa apóia-se no fato de que, em um processo decisório, alguns conhecimentos necessários à otimização da tomada de decisão pelo principal são derivados de certas características do agente que somente são de conhecimento desse último. Dessa forma, a assimetria informacional atinge níveis onde o principal entende que o agente pode ser de qualquer característica dentre as várias possíveis.

Um dos estudos clássicos relativos ao problema de seleção adversa é a análise de Akerlof (1970). Estabelecendo um paralelo com o mercado de compra e venda de automóveis, o autor demonstra a fragilidade das relações econômicas quanto à capacidade de superação dos problemas de assimetria informacional. A exploração principal é a dificuldade que o agente econômico tem na seleção de qualidade dos produtos ou serviços ofertados.

O autor utiliza-se do mercado de automóveis para evidenciar o problema de seleção adversa. Segmentando-se o mercado entre carros bons e carros ruins (os últimos denominados de “limões”), a insuficiência de informações pelo comprador provocaria a redução do preço pela média – ao não distinguir o bom do ruim, o comprador submete-se a um preço inferior ao do carro mais caro como uma imposição de custo ao vendedor pela assimetria de informação. Subentende-se que o vendedor estaria tirando vantagens da maior informação e buscaria aproveitar-se disso pela elevação do preço “justo” pelo veículo. De acordo com o autor, com a premissa da existência de dois tipos de carros (o bom e o ruim) no mercado e desconhecendo qual está comprando, o comprador posicionaria o preço pela média dos dois preços, utilizando-se de um elemento simples de probabilidade.

O efeito disso é que os bons carros sairiam do mercado, à medida que os vendedores de carros ruins permanecem satisfeitos com a transação pelo preço médio, enquanto os vendedores de carros bons não realizariam a transação, pois estariam incorrendo em prejuízo financeiro. De uma outra forma, conforme ressalta o autor, a presença de pessoas no mercado dispostas a transacionar produtos de baixa qualidade tenderia à eliminação do mercado. Isso ocorreria porque à medida que só ficassem os carros de baixa qualidade, por exemplo, igualmente ficariam compradores e capital de baixa qualidade (de maior custo). Naturalmente, esse exemplo é hipotético, mas representa a forma como a seleção adversa interfere nas transações entre os agentes econômicos.

Um dos pontos nos quais é possível detectar a presença dos aspectos de seleção adversa é na valorização dos negócios. A captação de recursos de financiamento tradicionais, por exemplo, é baseada na contrapartida de garantias reais ao valor do empréstimo, não sendo as perspectivas do negócio fator prioritário na avaliação da cessão do empréstimo. A negociação do valor de uma empresa para investimento de capital de risco, por outro lado, é normalmente baseada nas perspectivas futuras do negócio. Neutralizado o fator risco, o

financiamento através de endividamento tende, na origem, a ser menos oneroso do que aquele realizado através de emissão de ações ou mesmo pelo investimento de capital próprio. Ao captar dívida, os acionistas não estão abrindo mão de parcela do seu negócio a terceiros, permanecendo com 100% dos ganhos potenciais da sua empresa. Contudo, é sabido que investir capital envolve a assunção de risco, sejam eles de mercado, de competição, de preço, de gestão ou de tecnologia. A partir desse fato, então, percebe-se que a decisão de financiamento torna-se dependente da percepção de risco do agente decisor atrelada à condição de previsibilidade do retorno do capital investido com os ganhos esperados.

Se uma empresa realiza com sucesso o seu projeto após financiá-lo com investimento de risco, tendo absorvido um novo sócio pela venda de uma parcela de seu capital, o custo dessa captação terá sido certamente mais caro do que se o mesmo financiamento tivesse sido realizado através de dívida ou de capital próprio. No caso, o decisor terá perdido a condição de realizar ganhos potenciais naquela parcela de capital que foi vendida ao investidor (X%), reduzindo seu ganho de 100% para 100% - X%. Na tomada de decisão, o empresário levou em consideração o seu risco pessoal. Pela falta de certeza do sucesso ou fracasso do seu planejamento, a decisão de optar pelo investidor de risco veio cobrir os riscos de insucesso do planejamento. Ao decidir pelo investimento de risco, o empresário está, na verdade, equalizando a parcela da empresa vendida ao investidor com o grau de risco de não realização do seu projeto.

Se, ao contrário, o financiamento tivesse sido realizado através de capital próprio ou de empréstimo bancário, o empresário permaneceria com a totalidade do capital da sua empresa mas, por outro lado, assumiria o risco integral de (a) perder o novo capital investido ou (b) tornar-se devedor junto ao mercado financeiro, com risco futuro de insolvência da empresa e queda da sua reputação pessoal. A decisão do empresário, portanto, está no ponto em que o risco de insolvência da sua empresa é maior do que os risco de vender parte de sua empresa a terceiros, não mais se beneficiando dos ganhos daquela parcela de capital. No caso de capital de risco, o empresário não responde pela parcela vendida ao investidor no caso de quebra da empresa ou de não realização do planejamento⁹. As dívidas constituem o meio de financiamento de menor custo para uma empresa, à medida que o credor assume um risco

⁹ A hipótese é verdadeira no caso da quebra ou insolvência da empresa ser fruto de aspectos mercadológicos e do cotidiano empresarial. No caso de má-fé ou uso indevido do fluxo de caixa da empresa, o empresário possui responsabilidades junto ao investidor.

inferior ao dos acionistas. É lógico, portanto, que o último necessita de uma maior remuneração para o capital investido em função do maior risco assumido¹⁰.

3.2.2. O Problema do Risco Moral

O risco moral deriva da incapacidade do financiador de supervisionar corretamente o uso do capital por parte do gestor. É o risco atrelado ao fato de que ou uma das partes pode não ingressar em uma relação contratual por boa-fé, ou pode prover informações parciais acerca dos seus ativos ou informações da empresa ou ainda pode estar orientado a investir o capital em projetos de riscos, não alinhado ao interesse do principal.

Segundo Stadler e Castilho (1997), o problema de risco moral existe quanto a ação do agente não é verificável, ou quando o agente recebe informações privadas antes do início da relação econômica – a assinatura do contrato. No problema de risco moral, os agentes possuem o mesmo nível de informação quando se formaliza o relacionamento. O risco moral advém do fato de que o principal não consegue verificar de forma perfeita as ações do agente na gestão da empresa.

O ponto mais visível da geração do problema de risco moral é relativo ao fato de que, no estabelecimento das relações entre o principal e o agente, não é possível estabelecer contratualmente alguns elementos da relação, como por exemplo o esforço do gestor/agente. O custo de assimetria informacional do qual deriva o risco moral pode ser exemplificado através do esforço pessoal do agente na administração da empresa. O esforço pessoal é um elemento subjetivo, de improvável contratação e difícil verificação.

Houben (2002) argumenta que o problema de seleção adversa e risco moral, em investimentos de capital de risco, possui elementos relacionados não apenas à assimetria de informações entre o gestor e o investidor, mas também entre o investidor e o gestor (*double-sided Adverse Selection* e *double-sided Moral Hazard*).

¹⁰ Aqui, sempre estamos levando em consideração o caso em que fundadores, acionistas e gestores da empresa são as mesmas pessoas. Isso não só facilita o entendimento das relações de causa e efeito, mas também é uma caracterização típica do ambiente empresarial brasileiro, principalmente daquele relacionado à pequena e média empresa, foco maior da indústria de capital de risco. Se o acionista e o gestor fossem pessoas diferentes, naturalmente teríamos uma outra configuração de risco, envolvendo uma terceira parte – no caso, o gestor independente. Isso mudaria o eixo das inter-relações em debate, mas não o conteúdo das mesmas.

Segundo Houben (2002), ambos os agentes possuem informações exclusivas acerca das possibilidades da empresa. No lado do empreendedor, ele notadamente possui informações superiores no que se refere aos aspectos tecnológicos, de produção, de produto ou de pesquisa e desenvolvimento. No entanto, o investidor poderia ter informações superiores em relação aos aspectos econômicos da empresa e sua potencialidade.¹¹ Essas informações poderiam ser relativas ao potencial econômico do projeto, a dados de mercado ou ao posicionamento dos competidores. A soma das informações detidas pelos dois agentes representaria a qualidade máxima de informações referentes ao projeto. O autor ressalta que o elevado número de investimentos de capital de risco em títulos conversíveis em ações vem exatamente confirmar a hipótese, sendo a estruturação dessa modalidade de investimento a maneira de sobrepujar os problemas de risco moral e seleção adversa em um processo de análise e investimento de capital de risco.

A sindicalização de recursos entre intermediários financeiros é uma das maneiras de minimizar o problema de risco moral (assim como o de seleção adversa), sob o ponto de vista da ponta financiadora. Algumas das alternativas orientadas a essa minimização seriam em:

- a) processos de co-investimento (dois investidores, ao mesmo tempo, investindo em uma mesma empresa);
- b) processos de operações estruturadas entre dívida e capital (nos quais um ou mais investidores aportam capital conjugando parcela de capital alinhada ao financiamento de parte do projeto através de dívida); e,
- c) processos de financiamentos por estágios (nos quais, após o aporte original do primeiro investidor de capital de risco e a realização de parte do projeto previsto, outro investidor de capital de risco aporta novo capital, revisando os procedimentos de análise e alinhando-se ao primeiro investidor nas atividades de monitoramento).

¹¹ Cabe ressaltar que um dos principais aspectos analisados pelo investidor em um processo de investimento de capital de risco é a possibilidade de desinvestimento (ou venda de suas ações) no futuro. Nessa análise, o investidor utiliza-se de sua rede de relacionamentos no mercado, o que pode permitir a obtenção de informações importantes e exclusivas acerca da potencialidade mercadológica de um produto ou da capacidade de agregação de valor ao negócio em relação a potenciais compradores no futuro.

3.2.3. O Problema de Agência

O problema de agência destaca-se dentro dos estudos relativos à assimetria informacional pela amplitude do seu impacto na tomada de decisão e na relação dos agentes econômicos. Esse impacto é derivado do conflito de interesses existentes entre os agentes, quais sejam, o principal (no caso, o investidor) e o agente (no caso, o empresário).

Smith (1776), duzentos anos antes do estudo precursor acerca da teoria da agência, já estabelecia os primeiros ensaios do que fundamentaria a teoria. No seu texto clássico, ao discorrer sobre a Divisão do Trabalho, Smith (1776) analisa a propensão do homem a barganhar, a ofertar a troca de algo que tem por algo que deseja, sendo isso um dos motores do desenvolvimento da sociedade. O homem usaria a arte da persuasão quando ela fosse acessível, mas seu limite estaria diretamente relacionado ao interesse da outra parte. Portanto, desde já, os interesses individuais teriam que ser ajustados em uma relação de troca positiva para as partes, sob pena da estagnação. Conforme Smith (1776), apesar do senso social do homem, não seria a sua benevolência ou altruísmo os motores das relações de troca, mas necessariamente ganhos individuais baseados no racionalismo e no interesse pessoal.

Essa mesma relação estruturaria as bases da chamada divisão do trabalho, na qual estabelecia-se o jogo de poder dentro das estruturas organizacionais. A utilidade da diferença, ressaltada por Smith (1776), não só permitia a construção de padrões de poder e troca nas então simples estruturas organizacionais daquela época como seriam as mesmas nas quais origina-se o problema da agência e a necessidade de administração de seus custos no mundo empresarial.

O conflito entre os executivos e os sócios de uma empresa foi intensificado a partir de meados da década de 70, a partir do estudo de Jensen e Meckling (1976)¹². O conflito, denominado de Problema do Agente-Principal, estabelece os parâmetros e os custos da relação que envolve os interesses de um executivo que detêm menos de 100% do capital de uma empresa e os demais sócios. A partir desse fato, passam a existir dois principais

¹² Ressalta-se que existem estudos anteriores de relevância à teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), como The Modern Corporation and Private Property (1932), de Adolf Berle e Gardner Means e The Nature of the Firm (1937), de Ronald Coase.

interessados no desenvolvimento da firma: o acionista e o executivo. Em certos casos, o principal executivo é o único sócio da empresa e, portanto, o problema inexistente, pois os interesses do acionista e do executivo são perfeitamente equivalentes. Contudo, à medida que as empresas crescem, a necessidade de profissionalização, a abertura de capital no mercado acionário ou o lançamento privado de ações para captação de recursos de terceiros estabelecem o problema.

A relação é formada quando se dá a contratação entre as partes em direção ao mesmo interesse (a empresa). O investidor realiza o aporte de capital com o objetivo de retorno sobre o capital investido, enquanto o gestor, diretamente relacionado na administração do negócio, possui interesses não necessariamente alinhados ao do primeiro.

O problema deriva do fato de que ao investidor o acesso à informação é restrito (assimetria informacional), não sendo viável o acompanhamento da gestão em todos os níveis e de forma perfeita. A transferência do poder decisório ao gestor da empresa acaba determinando a criação de custos às partes, à medida que o efeito das decisões tomadas pelo agente, mesmo que decididas individualmente, tem impactos definitivos na remuneração do capital do principal – o investidor.

O cerne do problema de agência está na separação do gerenciamento de uma empresa e do controle da mesma. Na relação de troca entre o investidor e o empresário, o primeiro tem como objetivo a minimização do risco no uso do capital investido, enquanto o segundo alinha seus interesses à liberdade de gestão e comando das ações empresariais. Essa relação é naturalmente baseada em aspectos contraditórios. Os interesses dos administradores não estão necessariamente relacionados aos dos acionistas. As relações de risco entre os diferentes atores é diferente e, dessa forma, o alinhamento dos interesses na gestão do capital da empresa é somente minimizado através da criação de mecanismos de defesa. Na visão de Molho (1997), sob a ótica da remuneração do capital investido, existiriam quatro fontes principais de conflitos na relação entre esses agentes, quais sejam:

- a) os gastos em benefício próprio, ou o uso do capital da empresa sob a forma de benefícios e consumo privado;

- b) o ócio ou a aversão ao trabalho, onde o interesse do gestor e seu esforço marginal seriam inferiores às necessidades da empresa;
- c) a preferência por risco, onde o gestor utilizaria suas curvas de preferência ao risco como medidas das alternativas de investimento ou tomada de decisão, ao invés de ponderar o interesse dos outros acionistas; e,
- d) a preferência temporal, na qual o gestor orienta-se por resultados a curto ou longo prazo, não necessariamente relacionados à visão do investidor.

Segundo Shleiffer e Vishny (1997), a solução para a dicotomia existente entre os interesses dos atores é resolvida pela existência das proteções legais - contratos. A reputação do gestor ou as expectativas do investidor não seriam fatores suficientes para a realização ou manutenção dos investimentos. Na visão dos autores, os financiadores dependem da experiência e da capacidade do capital humano para gerar retornos para seus investimentos.

Avaliando-se as relações de investimento em capital de risco construídas ao longo da história, evidenciam-se algumas características importantes à análise aqui proposta e que são elementos derivados da relação contraditória entre o financiador (no caso, o investidor de capital de risco) e o gestor. Essa contradição é um dos pilares das questões enfrentadas na construção da relação entre os agentes e de impacto decisivo na tomada de decisão empresarial acerca do financiamento de sua empresa.

As características que se destacam nas relações de investimento em capital de risco são:

- Existência de contratos de investimento (normalmente acordos de acionistas) entre as partes, restringindo a liberdade do empresário;
- Participação do investidor no conselho de administração da empresa investida ou outros órgãos especialmente criados com o objetivo direto ou indireto de monitoramento;
- Utilização de diferentes tipos de ativos mobiliários, com preferência a favor do investidor; e,

- Utilização de mecanismos de performance, alinhados aos interesses das partes como forma de incentivo ao gestor.

As características acima descritas são derivadas da existência do problema de agência e das tentativas de superação por parte dos agentes do processo de investimento. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência com um contrato no qual uma parte (o principal) envolve outra parte (o agente) na realização de um projeto, determinando a necessidade de delegação de controle ao primeiro.

Um dos pontos significativos a respeito ao problema de agência refere-se ao fato de que ele não é linear. Os elementos que participam da decisão de um financiamento (o objeto da pesquisa), de onde derivam os potenciais custos de agência, são formados por aspectos objetivos e subjetivos. Dessa forma, cada ação é compreendida individualmente, por aspectos decisórios não necessariamente visíveis ao outro agente.

A decisão pela cessão de parte da empresa pelo empresário a algum agente externo e a maximização da utilidade do empresário ou gestor não necessariamente envolvem somente decisões relacionadas a retornos financeiros. O processo decisório concentra um conjunto de ativos que ajudam a formar o preço da utilidade, como o relacionamento pessoal, com os investidores, a confiança e o ambiente de trabalho, a aversão ao risco, ou seja, às diversas curvas de preferência individuais, que não estão diretamente relacionados aos elementos matemáticos da relação.

Os agentes participantes do processo são maximizadores de utilidade e o alinhamento de interesses não necessariamente se dá de forma natural, pois a essência do homem é de orientação individual. Quando os agentes buscam a fronteira da sua curva de utilidade orientados a um mesmo empreendimento, evidencia-se o desalinhamento desses interesses. Os custos de agência são criados a partir desse desalinhamento.

O investidor orienta-se pela busca de garantias de que o gestor da empresa terá como objetivo a maximização do valor da sociedade e não somente a busca da fronteira da suas curvas de preferência individuais. Na maximização dos interesses individuais, não é evidente que as ações do agente estarão orientadas ao melhor interesse do principal. Dessa forma, o

investidor procura limitar as ações, impondo restrições à ação do gestor. Essa imposição na relação de troca se dá pela criação de contratos entre as partes e de incentivos ao gestor alinhados aos interesses do investidor. A criação desses instrumentos artificiais é a origem dos custos de agência, que, segundo Jensen e Meckling (1976), correspondem à soma (i) dos custos de monitoração, (ii) dos custos da associação e (iii) de outras perdas residuais. No limite, estaria se buscando a redução do custo de agência à zero - uma situação improvável, onde os interesses do agente estariam exatamente alinhados com os interesses do principal.

Aspectos relacionados à governança corporativa afetam decisivamente o financiamento das pequenas e médias empresas. As políticas de governança e as regras contratuais são instrumentos decisivos na realização de investimentos. Os mecanismos contratuais têm a capacidade de alterar aspectos econômicos e legais institucionalizados através de uma negociação e definição entre as partes (agente e principal) de diversas situações hipotéticas do cotidiano empresarial, tendo como orientação o mesmo foco de interesse (a empresa). Os investidores e os empresários assinam contratos de investimento que especificam os limites de atuação do gestor na administração do capital da empresa e os mecanismos de liquidez ao investidor.

A busca da construção das políticas de governança corporativa e da negociação de contratos de investimento é de antecipação a potenciais problemas de agência em uma empresa. Contudo, a situação na qual os contratos são perfeitos é inalcançável, quer pelos aspectos legais ou pelo ambiente institucional jurídico, quer pela imprevisibilidade de todas as situações possíveis no cotidiano da empresa ou ainda pela manutenção do problema de assimetria informacional, resultando na manutenção do risco moral. Em vista disso, os agentes econômicos têm desenvolvido maneiras alternativas que, somadas, possam aproximar os diversos interesses, reduzindo os custos de agência.

Mesmo com a ineficiência dos processos, Whincop (2001) destaca a participação do Conselho de Administração nas empresas como forma de minimizar os problemas de assimetria informacional. Segundo o autor, o Conselho de Administração pode exercer a função educacional (como fórum de debate das questões corporativas), a função de auditoria do relacionamento entre o gestor e os acionistas, intermediando a transmissão das informações e monitorando as decisões e a função de atestar o grau de reputação da empresa

com o mercado, aumentando, conseqüentemente, a capacidade e a profundidade do relacionamento com outros agentes econômicos. Outros mecanismos de governança corporativa destacados pelo autor são a realização de financiamentos em estágios diferentes (o financiador aportaria capital em parcelas, mediante realização de performances pré-determinadas e negociadas) e a sindicalização de recursos (na qual o financiamento seria realizado com dois ou mais agentes, sejam eles de dívida ou de capital, de forma a minimizar riscos de risco moral, seleção adversa e problemas de agência).

A essência do investimento de capital de risco presume a existência de forte assimetria informacional. É certo que, nessas condições, o investidor de capital de risco presume maior potencial de obtenção de retorno, à medida que uma das hipóteses do investimento refere-se à agregação de valor à empresa além do capital investido. De outra forma, empresas com baixa necessidade de monitoramento e condição de agregação de valor têm menor condição de obtenção de valor ao investidor de risco, à medida que o estágio de desenvolvimento dessa empresa potencializaria canais de financiamento mais adequados. Conforme Gompers e Lerner (2000), se o monitoramento é importante, os capitalistas de risco devem investir em empresas onde a assimetria informacional é potencialmente um problema. Segundo os autores, para essas empresas o valor da agregação de valor seria substancialmente maior e a condição de ganho equivalente.

Um dos aspectos comprobatórios da forte assimetria informacional e do elevado custo de agência dos investimentos de capital de risco espelha-se na complexidade dos contratos de investimento assinados entre o principal (investidor) e o agente (empresário). Esses contratos procuram definir diferentes aspectos da relação entre o investidor e a empresa investida, de forma a proteger a potencial remuneração do capital investido do desalinhamento das curvas de preferência dos agentes econômicos participantes da relação.

Conforme Triantis (2001), os bancos e os investidores de risco são os dois intermediários financeiros presentes entre os investidores e as empresas de estágio inicial de desenvolvimento. Essas empresas, normalmente muito novas, sem histórico, de ativos intangíveis e com alto grau de volatilidade, não têm condição de captação direta no mercado de capitais aberto. O valor desses investimentos está exatamente no alto risco associado às opções de crescimento da empresa. A partir dessas características, os contratos desenvolvidos

nas relações de investimento entre os investidores de risco e as empresas envolvem uma combinação entre restrições à ineficiência do gestor e incentivos ao alinhamento de interesses.

Um dos mecanismos comuns nos contratos de investimento é a criação de tipos de ações especiais aos investidores de capital de risco, com características de conversibilidade e preferência em circunstâncias limites. Empresas-alvo de capital de risco comumente apresentam fluxo de caixa negativo e, portanto, um ativo mobiliário típico - como ações não conversíveis ou sem preferência - não traduz a necessária flexibilidade ao investimento. Além disso, os contratos normalmente prevêm restrições à gestão, participação do investidor em conselho de administração, direito de preferência em novas capitalizações, mandato de venda da empresa e outros instrumentos voltados a redução do problema de agência.

Outro mecanismo frequentemente utilizado para minimizar a insuficiência dos contratos como mecanismo de monitoramento são os contratos de incentivo ao gestor, nos quais parte da remuneração do mesmo está alinhada à performance da empresa administrada. O ponto aqui é que a definição dos parâmetros dessa performance estaria supostamente alinhada aos interesses do principal. Contratos de incentivo induzem o gestor a agir voltado aos interesses do investidor, minimizando o problema informacional. As curvas de preferência das partes, nesse caso, estariam deslocadas para o mesmo nível e interesse. Um dos problemas desses contratos é que a gestão pelo empresário pode voltar-se a interesses de prazos orientados à obtenção da premiação negociada e não à estratégia da empresa, por exemplo (KAPLAN e STROMBERG, 2000b).

Brennan (1994) estabelece um argumento contrário ao proposto por Jensen (1994). Sua argumentação, na verdade, contraria a própria concepção do racionalismo humano, qual seja, a de que o homem baseia as suas atitudes racionalmente e unicamente voltadas ao seu interesse pessoal. Brennan (1994) argumenta que essa premissa - fundamental à definição do senso do incentivo - é equivocada tanto do ponto de vista concreto (as pessoas não seriam assim) quanto do ponto de vista normativo. Se essa atitude racional, voltada ao interesse próprio, fosse a prática, o mundo seria pior do que se apresentava. A partir desses argumentos, o autor desenvolve sua lógica de forma a atacar frontalmente o uso dos incentivos como compensação aos gestores e, indiretamente, o uso na sociedade como um todo. Segundo esse autor, a premissa equivocada era de que a noção de racionalidade humana não estava

necessariamente relacionada à noção de interesses pessoais, e aí pairava todo o problema do desenvolvimento teórico da teoria da agência.

Brennan (1994) supõe que há vários indícios da existência de interesses racionais mas não necessariamente individuais que afetam o modo de atuar do homem - consideramos aqui, especificamente, o gestor. E, segundo esse autor, características como altruísmo e reputação seriam garantias de uma atitude positiva por parte desses agentes, independentemente da existência de contratos ou incentivos. Na verdade, Brennan (1994) buscou defender a hipótese de que os incentivos apresentavam efeitos cumulativos nocivos ao desenvolvimento das relações empresariais e da sociedade como um todo, pois as características do homem racional econômico (racionalismo individual) não necessariamente eram confirmadas no dia-a-dia, independentemente da existência de contratos.

Jensen (1994) destaca as diversas vantagens dos contratos de incentivo ao gestor e seu efeito minimizador do problema de agência. Segundo o autor, a utilização de mecanismos de incentivo vai ao cerne do problema, alinhando-se ao conceito de otimização ou maximização. Os indivíduos agiriam em função de incentivos, em todos os aspectos da vida. Portanto, a atividade empresarial e o alinhamento de interesses diversos passariam necessariamente pela construção dessas ferramentas de gestão. Conforme o autor, para aumentar as chances de que o gestor agiria da melhor forma possível, os incentivos contratuais seriam a melhor forma de orientá-lo à melhor direção. Apesar da evidência do forte espírito altruísta do homem (o que, no limite, eliminaria o problema de agência), existe também a evidência da imperfeição do indivíduo e de seus atos. Independentemente do gestor, o indivíduo racional sempre encontra opções de investimento que alimentam as suas expectativas pessoais, e existe vasta evidência de que, ao mesmo tempo em que o ser humano possui características altruístas, também é comprovado o fato de que o indivíduo é um ser imperfeito.

O objetivo da identificação do problema do agente principal é demonstrar a influência que esse elemento tem na tomada de decisão do empresário na obtenção de um financiamento externo – tendo aqui, como objeto, o financiamento de capital de risco. A necessidade de imposição de contratos rigorosos e a necessidade de alinhamento dos interesses, com riscos constantes de relacionamento, são fatores definitivos na avaliação do objeto dessa pesquisa.

Algumas pesquisas práticas procuraram testar os efeitos do problema de agência em relações de investimento com capitalistas de risco. Kaplan e Strömberg (2000a) abordaram a questão do agente-principal através de um estudo dos contratos firmados entre as empresas investidas e os capitalistas de risco. Os autores desenvolveram uma avaliação criteriosa dos contratos de forma a apontar os aspectos determinantes da relação existente entre a empresa investida (o empresário ou o agente) e o capitalista de risco (o investidor ou principal).

Na pesquisa, os autores estudaram 231 investimentos de capital de risco, envolvendo 119 empresas investidas, pertencentes ao portfólio de 14 diferentes firmas de capital de risco norte-americanas, entre 1996 e 1999. Além dos contratos de cada uma das operações, Kaplan e Strömberg (2000a) levaram em consideração o plano de negócios da empresa, o memorando de avaliação interna de investimento do capitalista de risco e o desenvolvimento e a performance subsequente ao investimento.

Os autores sugerem a existência de diferentes formas de monitoramento e controles por parte do investidor, envolvendo direitos diferenciados sobre os resultados da empresa, poder de decisão em matérias de conselho de administração, liquidação da empresa, não-concorrência e outros direitos de controle. Os diferentes direitos seriam mais ou menos válidos conforme a performance da empresa. Basicamente, os investidores passam a possuir certos direitos no caso de não-performance da empresa - podendo chegar até mesmo o controle da operação -, sendo que o alcance de níveis estipulados de performance permitiria ao empresário a manutenção dos direitos de controle.

As principais conclusões do estudo apontam que os contratos firmados entre os investidores e empresários possuem, notadamente, as seguintes características:

- a) alta sensibilidade da remuneração do empresário como acionista - incluindo variações no seu percentual de participação na empresa - em função da performance financeira do negócio;
- b) evidente definição de direitos de controle entre o empresário e o investidor;

- c) separação e tratamento diferenciado entre os direitos sobre o fluxo de caixa e direitos de controle de cada um dos agentes econômicos; e,
- d) utilização de cláusulas de não competição por parte do empresário e de cláusulas de comprometimento com a empresa (o empresário cede parte das suas ações ou o controle ao investidor no caso de abandono do cargo executivo).

O aspecto mais presente nos contratos refere-se aos direitos de controle entre os empresários e os investidores. Ou seja, o estudo indica que o ingresso de um capitalista de risco na empresa relaciona-se a maiores riscos de perda de controle do empresário no processo de decisão. Tal questão estaria atrelada à necessidade de resguardo dos direitos de um investidor, normalmente minoritário e temporário nas operações realizadas e aos fortes elementos de assimetria informacional. Portanto, restrições acerca do controle da empresa e outros direitos estariam relacionadas à segurança sobre a liquidez do investimento realizado e à maior ou menor capacidade do investidor de transferir o valor da empresa ao seu investimento de modo a remunerar o capital investido de forma adequada.

Em Kaplan e Strömberg (2000b), os autores igualmente avaliam o problema do agente-principal, abordando as diferentes fases do processo do investimento e a forma como os investidores de risco operam à luz dos diferentes estudos desenvolvidos por vários pesquisadores. Na visão dos autores, os estudos comprovariam que os capitalistas de risco buscam minimizar o conflito do agente-principal através de três formas distintas:

- a) construção de sofisticados contratos de investimento (*contracting*),
- b) intensa avaliação pré-investimento (*screening*); e,
- c) um constante monitoramento e aconselhamento as empresas investidas (*monitoring*).

De acordo com Kaplan e Strömberg (2000b), existe uma forte correlação entre as três diferentes fases do processo de investimento. A evidência sugeriria que, no processo de seleção (*screening*), os investidores realizariam a filtragem das opções de investimento destacando aquelas em que seria potencialmente maior a agregação de valor através do

monitoramento (*monitoring*) e suporte estratégico. Da mesma forma, na contratação (*contracting*), o investidor tenderia a negociar acordos de investimento alinhados à simplificação das suas tarefas de monitoramento visando a minimização dos fatores de risco identificados no processo de seleção e análise.

O processo e o formato operacional do investimento através do capital de risco, centrado no problema de agência, parece apresentar aspectos relevantes no processo de decisão empresarial. Sendo o capital de risco normalmente voltado a empresas de pequeno e médio porte em estágios iniciais de crescimento, o investimento de risco presume perdas intensivas no controle do empresário em relação ao seu empreendimento. Essas perdas, formalizadas no contrato que regula a operação e vivenciadas no relacionamento societário das partes (o investidor e o empresário), teriam como objetivo a redução dos riscos do investimento.

3.3. ESTRUTURA DE CAPITAL

O crescimento de uma empresa pode ser sustentado através de aportes de capital próprio ou de capitais de terceiros. A hipótese provável é a de que a empresa utilizaria uma adequação ótima de suas fontes de capital como forma de suportar o seu crescimento. Pela hipótese de que o financiamento através de endividamento é menos oneroso do que aquele realizado através da emissão de ações, a tendência das empresas seria a de só utilizarem captação através de mecanismos de capital de risco quando sua capacidade de absorver mais dívidas estivesse esgotada.

A hipótese fundamental no entendimento da estrutura de capital das empresas é o Teorema de Modigliani-Miller (MM). Segundo essa hipótese, o valor da firma é determinado pela soma dos fluxos de caixa disponíveis da empresa (de outra maneira, o valor de uma companhia seria igual a soma dos fluxos de caixa dos acionistas e dos credores)¹³. Para essa determinação, não existiriam custos de transação e de oportunidades de arbitragem. Em vista disso, a principal conclusão da hipótese de MM é a de que a estrutura de capital das empresas não afetaria o seu valor (pois não estaria afetando o fluxo de caixa líquido). Mesmo com a hipótese de risco financeiro (por exemplo, um processo de falência), o teorema de MM

¹³ Conforme Grinblatt e Titman, 2001.

pressupõe a inexistência de custos, ocorrendo apenas a transferência do valor da empresa dos acionistas para os credores (uma transferência de controle dos ativos e não do valor desses ativos).

A partir dessa determinação, seria necessário a inclusão de elementos de desequilíbrio à hipótese original, relacionados a custos de impostos e custos de falência.

No caso dos impostos, teríamos duas análises:

a) Impostos Corporativos – a minimização do pagamento de impostos (incrementando marginalmente a utilização de dívida) seria o caminho racional do gestor visando a maximização do valor de uma empresa (MM + Impostos). Isso determinaria a constante busca da empresa por uma estrutura de capital envolvendo maior grau de alavancagem.

b) Impostos Pessoais - o acionista, no que se refere ao fluxo de caixa da pessoa física, teria preferência por receitas da empresa advindas de ganhos de capital (onde supostamente a carga de tributos seria menor) ao invés do fluxo de receitas por dividendos. Conseqüentemente, no que se refere a pessoa física, o impacto dos impostos imporá uma busca por uma estrutura de capital corporativa menos alavancada.

No que se refere aos custos de falência, teríamos:

c) Custos Diretos - envolvendo custos diretos de processos legais, advogados, taxas legais e outros custos variáveis.

d) Custos Indiretos – representados pelo (a) custo de *financial distress*, ou seja, o prêmio adicional pago pela empresa no custo da dívida captada ou a captar em função dos maiores riscos do credor e (b) os conflitos entre os acionistas e os credores (problema de agência), determinando posições de sub-investimento, substituição de ativos, visão de curto prazo e relutância a liquidação.

Conforme Grinblatt e Titman (2001), algumas empresas, mesmo quando possuem boas condições de atração de dívida (bom perfil, custo e prazo), não o fazem, indo contra a determinação de maximização do valor. Isso ocorreria em função de que a análise tradicional de estrutura de capital não contempla o ambiente no qual a firma opera e o impacto nos agentes a ela relacionados (mas não diretamente relacionados aos agentes da estrutura de capital), como clientes, fornecedores, competidores, empregados e governo. Essa visão considera o impacto das decisões financeiras na interação com as operações ordinárias da empresa e os agentes que orbitam em torno dela. Segundo os autores, os gestores perceberiam potenciais prejuízos e benefícios da absorção da dívida, à luz dos *stakeholders* (agentes em torno do negócio da empresa e que podem potencialmente sofrer impacto em função da atividade da mesma, como funcionários, clientes, intermediários financeiros e governo), como (i) menor capacidade de negócios, qualidade de pessoal, posicionamento junto a competidores (prejuízos) e (ii) negociação com sindicatos e governo, posicionamento junto a competidores (benefícios). Esses pontos seriam levados em consideração na tomada de decisão de financiamento e adequação da estrutura de capital da empresa.

Em função das características inerentes apresentadas ao longo desse trabalho, na visão do investidor, o empresário ou gestor tenderia a sempre utilizar a captação externa através de ações como última alternativa de financiamento da empresa, pois, atrelado a ela, estaria sendo absorvida a desvalorização da empresa pelo mercado. A aversão ao risco por parte do empresário e sua reputação pessoal tendem a ser fator determinante na definição da estratégia financeira das empresas. Fatores como o risco político, a concentração do mercado de capitais, a escassez de instrumentos de endividamento de longo prazo e a característica familiar das empresas igualmente representam aspectos importantes na decisão empresarial de financiamento.

A hipótese inicial que poderia ser levada em consideração é a de que o empresário utilizaria a emissão de ações como forma de reduzir o passivo financeiro e a exposição do seu capital. Mesmo a emissão de ações representando a fonte de recursos mais onerosa, o empresário tenderia a utilizar intensivamente essa forma de financiamento visando a redução do seu próprio risco na empresa. No limite, a forma de financiamento oferecida pelos investidores (independente de qual seja) atrairá sempre o pior tipo de empresa para aquela

forma de financiamento. Ou seja, a empresa que capta investimento de risco estaria, de alguma forma, utilizando o instrumento como última alternativa marginal.

Isso apontaria para a provável tendência das empresas familiares ou de relevante participação acionária do gestor (tipicamente os casos brasileiros) de minimizarem riscos de insolvência pela não-captação de recursos externos através de dívidas. Dessa forma, apesar do maior custo de captação, a emissão de ações, desde que mantido definido o grupo controlador, poderia ser o caminho provável na diluição dos riscos financeiros.

Harris e Raviv (1990) exploram as relações da estrutura de capital e teoria da agência. Segundo os autores, os problemas de agência relacionados à estrutura de capital estariam relacionados a (i) conflitos entre os gestores e acionistas, em função dos primeiros deterem menos de 100% das ações da empresa e (ii) conflitos entre os acionistas e os credores.

Os autores indicam que a estrutura de capital ótima - envolvendo especificamente as questões relacionadas à agência - seria aquela que equilibrasse os benefícios e malefícios da absorção de crédito à companhia. Os benefícios estariam relacionados ao monitoramento agressivo feito pelos credores nas atividades da empresa e, com a necessidade de pagamento de juros e amortização dos empréstimos, a um menor volume de caixa disponível ao gestor, determinando cautela nos investimentos. Do ponto de vista dos credores, os aspectos negativos estariam relacionados às garantias do empréstimo cujo valor não se reduzisse com a quebra do investimento. Nesse caso, o acionista não teria compensação pela realização de investimentos de alto risco, em função da estabilidade do volume de dívidas da empresa.

Harris e Raviv (1996), em outro trabalho, abordam as decisões de investimento empresarial levando em consideração, entre outros aspectos, os conflitos de agência. O início da exploração dos autores baseia-se no ambiente sob o qual ocorrem as decisões de investimento. A partir do exemplo de um processo de investimento a ser feito em uma filial, mas com capital proveniente da matriz, os autores exploram o problema da agência.

Conforme os autores, haveria nesse caso hipotético uma natural centralização das principais informações do investimento na filial, ainda que o capital a ser investido tivesse origem na matriz. A premissa do conflito é que, nesse caso, a matriz só estaria disposta a

investir capital no projeto proposto se esse fosse voltado à maximização do valor da empresa; do ponto de vista da filial, contudo, isso não seria necessário, mantidas as demais variáveis constantes. Isso estaria relacionado à tendência da gerência da filial de reter mais capital e assumir menores riscos do que a matriz, à medida que o seu comprometimento com a empresa, no caso não relacionado à incentivos, é apenas parcial. A assimetria informacional e a aversão ao risco acabariam sendo determinantes nesse processo.

Os autores, visando a redução dos custos derivados do conflito de agência, apontam a definição de volumes máximos de investimento pela matriz às filiais como o melhor caminho a ser traçado, sendo os gastos marginais relacionados a auditoria das requisições e do processo. Dessa forma, entendem reduzir os custos de agência do processo relacionado.

Barclay e Smith, Jr (1999), por sua vez, avaliaram as diferentes teorias relativas à estrutura de capital corporativas e as evidências constatadas dessas teorias na evolução das empresas. Os autores apresentam três das linhas teóricas que dissertam sobre diferentes faces do processo de decisão empresarial:

a. Impostos: os impostos teriam um papel decisivo na decisão de financiamento. O uso de capital de terceiros sob a forma de endividamento poderia representar uma redução de impostos a serem pagos, à medida que reduzem o resultado líquido da empresa e, da mesma forma, o valor sob o qual será realizada a tributação do governo - com efeito contrário no fluxo de caixa líquido. Os autores apresentam os problemas a essa teoria por levar em consideração apenas os impostos corporativos, e não os impostos a serem pagos pelos investidores ou sócios da empresa. Dessa forma, o benefício pela redução na carga tributária da empresa pela maior absorção de dívida - e redução do lucro líquido - poderia ser suprimido pela maior necessidade de compensar o investidor em função de este estar incorrendo em maior pagamento de impostos sobre os juros recebidos do que seria no caso de ganho de capital.

b. Sub-Investimento: um segundo aspecto importante nas teorias relacionadas à estrutura de capital refere-se aos custos indiretos relacionados a insuficiência financeira. Empresas com problemas financeiros e dificuldades de pagamento de suas dívidas tenderiam a reduzir mais do que proporcionalmente seus investimentos, comprometendo sua condição futura. Nesses

casos, grande parte dos valores criados pela empresa seriam direcionados ao pagamento dos empréstimos incorridos, o que aumentaria o custo de oportunidade de um novo investimento. As companhias de crescimento rápido - onde o valor notadamente se concentraria em ativos intangíveis - teriam uma tendência a absorver menos capital de terceiros sob a forma de débitos, de forma a não confrontar esse problema. Em contrapartida, empresas com oportunidades de investimento calcadas em ativos tangíveis teriam maior tendência à serem mais alavancadas financeiramente.

c. Assimetria Informacional

c.1. *statistic tradeoff*: é baseada na existência de um ponto ótimo de estrutura de capital, perseguida pelos empresários, onde a empresa equilibra os benefícios e as eventuais desvantagens provocadas pela maior absorção de dívidas. Subentende-se que o empresário emitiria ações para absorver capital quando o seu custo marginal do volume adicional de dívidas captadas (risco financeiro) fosse superior ao benefício marginal advindo dessa mesma captação.

c.2. Sinalização: segundo essa hipótese, os gestores das empresas tendem a possuir maior informação do que os cессores de capital. As decisões financeiras das empresas estariam relacionadas pela percepção do gestor de qual o *status* de valor de sua empresa no mercado. Com base em sua percepção pessoal, se o valor da empresa estivesse supervalorizado, a tendência seria captar recursos através de ações; no caso oposto, de valor abaixo do percebido pelo gestor, a tendência seria captar recursos através de novos débitos.

c.3. *Pecking Order*: essa teoria sugere que os custos associados à captação de recursos seriam tão elevados que dominariam o processo decisório. Os investidores tenderiam a subvalorizar a empresa no caso de uma emissão de ações, sugerindo que o gestor estaria se aproveitando do acesso à informação corporativa para realizar uma captação a um preço supervalorizado. Diante disso, as empresas tenderiam a utilizar seus recursos internos ao máximo, como forma de não ser necessária à captação externa. No caso de necessidade de recursos externos ao crescimento, as empresas tenderiam a utilizar financiamentos através de capital em função dos menores custos de

informação associados a essa forma de captação e, somente em última instância, recursos de capital de terceiros, como investimentos de capital de risco. Isso pressupõe que os gestores somente captariam recursos a partir da seqüência capital interno – dívida - ações, seguindo uma lógica do menor para o maior valor da firma.

c.4. entrincheiramento gerencial: apontam que o alto valor e boas oportunidades de investimento facilitam a captação por ações, mas, ao mesmo tempo impulsionam o gestor ao entrincheiramento. Eles captam ações mas não captam dívida para equilibrar a estrutura de capital da empresa no momento seguinte, como forma de redução do seu risco pessoal. Nesse aspecto, o gestor não explora o futuro investidor, mas o próprio acionista (ao não alavancar seus negócios assumindo posição tomadora e financiando o crescimento).

c.5. market timing: segundo essa teoria, não há estrutura ótima de capital, sendo essa estrutura determinada pelo oportunismo do gestor em relação à percepção de preço. O gestor seria fortemente influenciado pela valorização passada da empresa no mercado para sua decisão de financiamento futura. Gestores utilizar-se-iam da captação de ações quando acreditassem que o custo de captação estivesse abaixo do preço real – sendo esse relacionado a valorização passada da empresa – e vice-versa.

Baker e Wurgler (2001) avaliam como a estratégia de *market timing* afeta a estrutura de capital das empresas, notadamente em relação ao impacto efetivo na relação ações-dívida a curto e a longo prazo na empresa. Os autores basearam seu estudo no efeito histórico da razão de valor mercado versus dívida na estrutura de capital das empresas. Além disso, através de pesquisa e análise estatística, eles concluem que a teoria de *market timing* parece ser a mais aderente aos resultados encontrados. A razão de percepção de preço – a razão preço de mercado-valor da contabilidade (*market-to-book ratio*) - teria forte correlação com as decisões de estrutura de capital. Os autores definem que as empresas com baixa alavancagem realizavam captações quando seus valores de mercado eram elevados em relação ao índice valor de mercado/valor contábil. Por outro lado, empresas muito alavancadas percebiam quando seus valores de mercado eram considerados proporcionalmente abaixo do nível.

Analisando a tomada de decisão de captação de recursos externos (através da abertura de capital) de empresas fechadas, Boehmer e Ljungqvist (2001) encontraram evidências de que as empresas reagem a esse respeito conforme as condições de mercado, ou seja, retorno dos ativos, a volatilidade do mercado de ações e o custo de captação de dívida. Além disso, as empresas reagiriam também ao momento do mercado de abertura de capital das empresas, avaliando sub-precificação e volume de atividade desse mercado como elemento de tomada de decisão. Essa característica tem certo alinhamento com a estratégia de *market timing*, por envolver a tomada de decisão do empresário em função da conjuntura de mercado¹⁴.

O agrupamento de investidores de capital de risco em uma mesma operação (a chamada sindicalização de recursos) permite reduzir esse custo de assimetria informacional e os custos de seleção adversa do investimento à medida que o agrupamento de mais agentes com interesses alinhados na avaliação e monitoração do negócio permitem a redução marginal do risco do investidor individual. Dessa forma, os aspectos acima levantados são uma das explicações pelas quais certos tipos de investidores têm preferência por financiar certos tipos de empresas ou setores e/ou por sempre realizar operações de co-investimento com outros investidores de risco. Essa é a maneira encontrada pelo mercado de investimento de reduzir os riscos do negócio.

Myers (1984) explora o contraste entre as teorias *statistic tradeoff* e *pecking order*. A primeira é baseada na existência de um ponto ótimo de estrutura de capital, perseguida pelos empresários, no qual a empresa equilibra os benefícios e as eventuais desvantagens provocadas pela maior absorção de dívidas. Subentende-se que o empresário emitiria ações para absorver capital quando o seu custo marginal do volume adicional de dívidas captadas (risco financeiro) fosse superior ao benefício marginal advindo dessa mesma captação (benefícios fiscais). Segundo o autor, a empresa é um conjunto interesses que objetivam gerar valor equilibrando os potenciais custos de falência ou desgaste financeiro. Nesse sentido, a gestão corporativa presume a constante revisão da relação entre dívida e capital de forma em direção à maximização do valor da empresa.

Por outro lado, segundo Myers (1984), a teoria *pecking order* define a inexistência de uma relação entre o valor da empresa e a sua estrutura de capital. As decisões de

¹⁴ O estudo envolveu 254 empresas alemãs que anunciaram projetos de captação de recursos externos através de

financiamento estariam apoiadas na estratégia momentânea do empresário e não na busca continuada de um ponto ótimo na relação entre capitais próprios e capitais de terceiros.

A base do debate deriva da existência de assimetria informacional, ou seja, um descompasso entre as informações percebidas ou conhecidas pelo empresário ou gestor e pelo mercado. Esse descompasso tenderia a promover a desvalorização da empresa pelo mercado, à medida que esse último suporia, a qualquer tempo, a existência de informações não conhecidas por ele (que comporiam o risco da operação); dessa forma, o ajuste seria feito pela redução do valor da empresa. Conseqüentemente, o empresário ou gestor tenderia a sempre utilizar a captação externa através de ações como última alternativa de financiamento da empresa, pois, atrelado a ela, estaria sendo absorvida a desvalorização da empresa pelo mercado.

Jensen (1996) avalia, à luz do problema de agência, os benefícios da dívida na estrutura de capital das empresas. Segundo o autor, a criação de dívida como meio de retorno financeiro aos financiadores é um dos mecanismos lógicos de redução dos riscos de agência. A definição da estrutura de capital através da captação de dívida possibilitaria a estruturação da promessa de pagamento dos retornos aos financiadores. Dessa forma, o gestor não só estaria sinalizando os retornos do investimento realizado (ao invés de estabelecer uma política de pagamento de dividendos, por exemplo), mas também cederia aos gestores títulos com direitos legais mais robustos do que ações (em casos de falência ou liquidação, por exemplo). A estrutura de capital com maior volume de dívida reduziria os custos de agência do fluxo de caixa livre pela redução do fluxo de caixa disponível aos gestores. O autor aponta que esse mecanismo e lógica poderia ser um determinante importante da estrutura de capital das empresas. Naturalmente, a assunção de maior volume de dívida e o aumento da alavancagem da empresa têm custos. O custo de falência, por exemplo, aumenta. O ponto de equilíbrio na estrutura de capital seria o ponto onde o valor da empresa fosse maximizado, onde os custos marginais de atração da nova unidade de dívida fossem equivalentes aos benefícios marginais.

Carpenter e Petersen (2001) analisam o crescimento das empresas e os determinantes desse crescimento e da estrutura de capital das pequenas empresas. A premissa dos autores é a de que empresas pequenas, mesmo aquelas com boas alternativas de crescimento, teriam

dificuldades excessivas de financiar seu crescimento através da captação de recursos externos. O trabalho examina a hipótese de que o crescimento de pequenas empresas é determinado pela quantidade disponível de geração interna de caixa (finanças internas). A base econômica do estudo e sua proposição central é a de que as imperfeições no mercado de capitais criam uma dicotomia entre o custo de capital interno e o custo de capital externo devido à existência de forte assimetria informacional entre as empresas e os financiadores externos.

Analisando uma amostra de 1637 empresas do setor de manufatura norte-americano entre o período de 1980 a 1992, onde o tamanho da firma era relacionado ao total de seus ativos, os autores encontram resultados estatísticos que indicam que (a) as firmas retêm todas as suas entradas de caixa e receitas, (b) captam muito pouco externamente e (c) possuem uma alavancagem de crescimento diretamente relacionada à sua capacidade de geração de caixa, ou seja, as empresas crescem o que a geração de caixa permite. Portanto, os autores alinham-se à influência dos problemas informacionais e concluem que a estrutura de capital, a decisão de financiamento e o crescimento das empresas estão diretamente relacionados à geração de caixa interno. Além disso, eles constataram que o crescimento das pequenas empresas é restringido pelas finanças internas¹⁵.

Outro elemento importante na decisão acerca da estrutura de capital, relacionado aos conceitos de assimetria informacional, refere-se ao fato de que, conforme o princípio de Akerlof, o financiamento por capital (ações) atrairia empresas com baixas perspectivas de retorno; por outro lado, o financiamento através de dívidas atrairia empresas com mais variabilidade nos retornos. Ou seja, a forma de financiamento oferecida pelos investidores (independente de qual seja) atrairia sempre o pior tipo de empresa para aquela forma de financiamento.

Analisando esse fenômeno, Cumming (2001) avaliou o segmento de capital de risco buscando detectar os efeitos dos problemas de seleção adversa na definição da estrutura de capital das empresas. O autor utilizou-se dessa indústria pela flexibilidade e multiplicidade dos instrumentos mobiliários utilizados no financiamento das empresas através do capital de risco. Ao avaliar o mercado de capital de risco canadense, o autor verificou que a decisão pelo

¹⁵ A pequena fração de empresas que se utilizam de recursos externos de forma objetiva tem resultados de crescimento superiores ao da geração interna, ou seja, uma correlação baixa entre crescimento e caixa gerado internamente.

segmento de capital de risco ocorreu porque ela envolvia investidores com fortes interesses e características de monitoramento, além de serem geradores de valores nas empresas financiadas. Outro aspecto importante de ser mencionado é o fato de esses investidores estarem voltados para o financiamento dos primeiros estágios de desenvolvimento das empresas. Devido a uma relativa falta de informações em relação a empresas mais estáveis/desenvolvidas, eles acabam sendo os mais sofisticados intermediários financeiros, buscando sobrepujar o problema da assimetria informacional e minimizar os potenciais problemas de agência e custos relacionados¹⁶.

Foram avaliadas 5323 transações de capital de risco entre 1991 e 1998, com dados da *Canadian Venture Capital Association (CVCA)*. O estudo produz evidências de que certos tipos de investidores têm preferência por financiar certos tipos de empresas, bem como detecta uma relação entre estrutura de capital e seleção adversa em um rol extenso de empresas de diferente perfil e diferentes formas de financiamento. Algumas conclusões relevantes do estudo 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;

¹⁶ Inicialmente, o melhor mercado a ser estudado, pela história e riqueza de dados estatísticos, seria o mercado norte-americano. Contudo, o autor aponta que estudos anteriores comprovam que os investidores norte-americanos raramente utilizam formas de financiamento diferentes das ações preferenciais conversíveis. Portanto, esse mercado não seria um bom ambiente para se avaliar como os investidores buscavam superar os problemas de agência com diferentes formatos de operação financeira.

- taxas de juros determinam que alguns tipos de empresas escolham capital de risco ao invés de bancos como forma de financiamento; e,
- certas empresas de capital de risco têm tendência a investir em certos tipos de empresas, com perfil definido.

O impacto da estrutura legal nas decisões de estrutura de financiamento das empresas é outro elemento importante da tomada de decisão. Conforme apresentado por La Porta et al. (1996), a estrutura legal de um país e a qualidade da cobrança legal são elementos potencialmente importantes na tomada de decisão de quais mecanismos de financiamento são mais adequados a cada caso. Segundo os autores, as diferenças de estrutura, ambiente e proteção legal são elementos de explicação de como e por quais mecanismos as empresas são financiadas e uma das origens para as variações de um país para outro.

O aspecto inicial seria o reconhecimento de que diferentes estruturais legais em diferentes países são tipicamente derivadas de aspectos familiares e tradições locais (cultura). Existiriam duas formas básicas de estrutura legal. A primeira seria o direito romano, que se baseia na regra de que o regime de conduta está proximamente relacionado a idéias de justiça e moral. Por outro lado, a *common law* (de origem inglesa) é regada por julgamento que tem por fim solucionar problemas e disputas específicas. Os autores constatam que os direitos são determinados pelas leis e não são inerentes ao tipo de título que está sendo transacionado.

Avaliando a estrutura legal e o desenvolvimento de mercado de diferentes países, os autores concluíram que as regras são bastante diferentes para os diferentes países. Em geral, países regulados pela *common law* têm maiores regimes de proteção ao investidor do que na comparação com países regrados pelo direito romano. Um segundo aspecto é o de que o poder de cobrança dos contratos (*enforcement*) é significativamente diferente entre os países, com níveis de proteção distintos no suporte a transações de investimento. Outro elemento aportado pela pesquisa é o de que a concentração societária é alta em todo o mundo, sendo o maior grau um sinônimo de funcionamento precário do mercado financeiro. Isso se deve ao fato de que, se os investidores não são protegidos, as empresas tem menor condição de captação e maior nível de concentração societária.

Agrawal e Nagarajan (1990) analisaram evidências de fatores de influência na estrutura de capital de empresas norte-americanas. Para tanto, os autores avaliaram grupos diferentes de empresas segmentadas entre as que utilizavam e as que não utilizavam dívidas de longo prazo como forma de financiamento. Após essa segmentação, os autores avaliaram suas características de gerenciamento e estruturação societária, procurando aspectos de convergência e divergência entre os grupos.

As principais conclusões derivadas da pesquisa foram:

(i) as empresas que não utilizavam dívidas de longo prazo possuíam gestores com maior participação societária do que as que utilizavam intensivamente esse instrumento de financiamento;

(ii) havia um envolvimento familiar muito maior nas empresas menos alavancadas do que naquelas com maior alavancagem financeira;

(iii) o controle gerencial nas empresas não-alavancadas é positivamente relacionado com o envolvimento familiar; e,

(iv) empresas menos alavancadas (e, supostamente, com estrutura societária familiar) possuíam maior liquidez financeira do que as outras.

As conclusões parecem apontar para uma provável tendência das empresas familiares ou de relevante participação acionária do gestor de minimizarem riscos de insolvência pela não-captação de recursos externos através de dívidas. Dessa forma, apesar do maior custo de captação, a emissão de ações, desde que mantido definido o grupo controlador, poderia ser o caminho provável na diluição dos riscos financeiros.

Os estudos de Friend e Lang (1988) corroboram a hipótese acima apresentada. Examinando a evolução financeira e estrutura de capital de 984 empresas com papéis negociados no mercado acionário norte-americano entre 1979 e 1983, os autores concluem que existe uma relação inversa entre o nível de endividamento e a participação acionária dos

gestores na empresa. Isso refletiria o maior risco não-diversificável do gestor em relação ao investidor na manutenção de níveis elevados de endividamento financeiro. Portanto, a existência de um bloco societário relevante detido por gestores estabelece um descompasso entre os interesses desse e dos investidores. E isso se refletiria na maior tendência do gestor de emitir ações como forma de minimizar o risco de sua participação, ainda que o custo dessa forma de financiamento seja teoricamente maior do que o custo de endividamento.

Caselani e Procianoy (1997) igualmente avaliaram as diferentes teorias relativas à estrutura de capital das empresas, procurando caminhar nos aspectos que estariam envolvidas na decisão de financiamento das empresas brasileiras. Na visão de Caselani e Procianoy (1997, p. 177), “[...] As dívidas constituem o meio de financiamento mais barato para a empresa, uma vez que os credores correm um risco inferior ao dos acionistas. Tal fato faz com que os primeiros exijam uma remuneração menor pelo fornecimento de capital”.

Os autores sugerem que a aversão ao risco por parte do empresário poderia ser o fator determinante na definição da estratégia financeira das empresas. Segundo os autores, a teoria *pecking order* estaria relacionada apenas em parte ao comportamento das empresas brasileiras, qual seja, a de basearem seu crescimento fundamentalmente no autofinanciamento. Fatores como o risco político, a concentração do mercado de capitais brasileiro, a inexistência de instrumentos de endividamento de longo prazo e a característica de controle familiar poderiam representar um impacto decisivo na decisão empresarial de financiamento. As decisões, portanto, estariam apoiadas em aspectos endógenos e exógenos à empresa.

A hipótese provável levantada pelos autores seria a de que as empresas utilizariam recursos captados através da emissão de ações de forma a reduzir o passivo financeiro. Mesmo emitindo ações (a fonte de recursos mais onerosa, segundo o apresentado pela teoria *pecking order*), o empresário tenderia a utilizar intensivamente essa forma de financiamento visando a redução do seu próprio risco na empresa pela redução das dívidas.

As teorias relacionadas à assimetria informacional apresentaram os elementos de impacto derivados da falta de informação entre os agentes participantes de um processo de financiamento e o quanto essa ineficiência onera os custos do processo e a tomada de decisão

das partes. A teorias de estrutura de capital apresentaram elementos práticos de decisão dos gestores na utilização dos canais de financiamento das empresas devido ao fato de que a decisão pode variar de um caso para outro. Ambas as seções (Assimetria Informacional e Estrutura de Capital) são elementos da mesma avaliação, observados de ângulos diferentes de forma a orientar o entendimento do problema proposto.

A principal conclusão absorvida do Capítulo é a de que a tomada de decisão do empresário na escolha da sua forma de financiamento (a) está diretamente relacionada a elementos de decisão da outra parte (o financiador) e (b) tem ligação direta com fatores não observáveis, por se tratarem de decisões baseadas em aspectos subjetivos e altamente variáveis em função das circunstâncias conjunturais.

CAPÍTULO 4

ASPECTOS RELEVANTES DE AGREGAÇÃO DE VALOR DO FINANCIAMENTO ATRAVÉS DE CAPITAL DE RISCO

Ao lado dos conflitos e hipóteses discutidas no Capítulo 3, outros elementos de cunho subjetivo podem ter influência decisiva na decisão do empresário quanto à opção entre os diferentes canais de financiamento.

O investimento de capital de risco é reconhecido pelas características de risco mas, também, pela característica de agregar um sócio à empresa interessado e dedicado à agregação de valor às suas ações. Nesse sentido, supõe-se efeitos indiretos nessa participação que, se percebidos e levados em consideração pelo empresário, podem ser representativos na tomada de decisão.

Smith (2001) desenvolveu uma pesquisa apurando quais os principais valores percebidos pelos empresários na avaliação dos investimentos de capital de risco. O autor realizou uma pesquisa com 415 empresas listadas no relatório *Price Waterhouse National Venture Capital Survey*, notadamente com empresas listadas como em estágios iniciais de desenvolvimento (*start-up* e *early-stage*). Através de um questionário – respondido por 143 empresas (34% do total) –, o autor observou elementos e características relacionadas ao investimento/investidor de risco, avaliando principalmente o critério de seleção de investidores de risco e o nível de satisfação enquanto sócios.

O autor avaliou quatro aspectos de decisão empresarial na captação de recursos de capital de risco, ou seja, quais aspectos foram mais relevantes para o empresário na decisão de captação: (i) valor de avaliação da empresa, (ii) valor e serviços agregados pelo investidor, (iii) reputação do investidor e (iv) características específicas do investidor (especialização setorial ou experiência anterior). Cada um dos quatro segmentos pesquisados apresentava alternativas de respostas diversas, em um total de 28 alternativas, assim distribuídas: (i) valor de avaliação da empresa (1); (ii) valor e serviços agregados pelo investidor (12); (iii) reputação do investidor (9) e (iv) características específicas do investidor (7).

Os resultados da pesquisa – realizada através de questionário com conteúdo subjetivo e questões hipotéticas, com 12 categorias de perguntas e 64 respostas – indicam que o processo decisório procura equilibrar diversos aspectos na decisão de captação de investimento de capital de risco.

Destacaram-se sete fatores como elementos de maior influência decisória. Esses fatores estão relacionados:

- ao componente reputacional do investidor de risco: investimentos de sucesso em outras empresas e perfil compatível com a cultura da empresa;
- ao valor agregado do investidor: participação em Conselho de Administração;
- a características específicas do investidor de risco: especialização setorial e especialização em determinados estágios de investimento; e,
- ao valor de avaliação da empresa.

O aspecto de reputação do investidor de risco destacou-se como o mais importante no processo decisório¹⁷. Elementos como volume de capital administrado, experiência como investidor de risco, capacidade de recrutamento de pessoal, co-investimento, envolvimento do investidor dentro de um grupo investidor maior, participação na formulação estratégica, monitoramento da performance, gerenciamento de crises e outros ficaram entre o segundo e terceiro quartil de respostas, ou seja, têm importância relativa no processo, mas em segundo nível¹⁸.

¹⁷ Os elementos de menor representatividade no processo decisório foram sete, posicionados no último quartil de médias da pesquisa:

- (i) Reputacional (1): histórico de desinvestimentos através de abertura de capital em maior número do que através de venda a terceiros.
- (ii) Valor agregado (4): formulação e avaliação de planos de marketing, motivação pessoal, auxílio no desenvolvimento do produto ou serviço da empresa e participação da decisão na escolha de fornecedores.
- (iii) Outros atributos (2): localização geográfica do investidor e se ele é uma SBIC, ou seja, vinculado ao programa governamental de investimentos.

¹⁸ A pesquisa avançou segmentando a amostra geograficamente, pelo tipo da indústria, pela experiência e pela idade do empreendedor, apresentando algumas variações de resultados não significativas a ponto de alterar a sugestão da avaliação geral.

4.1. Impacto na Profissionalização da Empresa

Hellmann e Puri (2000a) abordam a relação entre o investimento de risco e a profissionalização da empresa. O empresário, na busca de acelerar o seu processo de crescimento, poderia supor que o ingresso de um investidor de risco - um sócio com interesses tipicamente financeiros e que orienta sua atividade à maximização do valor do seu capital - traria benefícios adicionais à empresa.

A suposição dos autores é a de que os capitalistas de risco, enquanto intermediários financeiros, seriam ostensivos em sua influência no ambiente corporativo em relação a qualquer outro tipo de intermediário financeiro - um banco, por exemplo. O capital de risco profissional desenvolveria um papel de aceleração no processo de profissionalização de empresas, principalmente nos estágios iniciais de desenvolvimento.

O suporte à hipótese baseia-se nas questões derivadas de assimetria informacional. Ao propor e influenciar a aceleração da profissionalização das empresas, o investidor de risco estaria orientado a reduzir o controle absoluto do empresário na gestão do negócio, seja pela imposição de recursos humanos independentes, seja pela criação de mecanismos de controladoria e processos de gestão determinados. A consolidação desse processo determinaria menor condição do empresário de apropriar-se do valor gerado pela empresa em benefício pessoal e ampliaria teoricamente o fórum de decisão das questões corporativas. Do ponto de vista do empresário, a perda de controle sobre os ativos seria compensada pela maior condição da empresa ao crescimento e pela obtenção de um posicionamento de mercado efetivo e de maior agregação de valor.

Os autores pesquisaram 173 pequenas empresas de alta tecnologia localizadas no Vale do Silício, região da Califórnia (EUA). Através da combinação de dados de pesquisa, entrevistas e dados públicos das empresas, os autores buscaram determinar a correlação entre aceleração da profissionalização nas empresas e os investimentos de capital de risco. A base do estudo foi entre os anos de 1996 e 1997.

Segundo os autores, o processo de profissionalização das empresas apresenta dois impactos distintos. O primeiro estaria relacionado ao suporte que o investidor traria às operações da empresa, que agregaria valor a ela a manter inalterada a utilidade do empresário. O segundo efeito está ligado ao conflito de interesse entre o empreendedor e o investidor, no qual o segundo realizaria ações na empresa que, ao mesmo tempo em que agregam valor à empresa, reduziriam a utilidade do empresário.

Um dos pontos principais da pesquisa avaliou, sob o ponto de vista da empresa, se o investidor de risco possuía um papel construtivo na organização e desenvolvimento do negócio. Para tanto, foram utilizadas evidências no processo de desenvolvimento da empresa, processos de recrutamento de pessoal, políticas de recursos humanos e programas de remuneração. Para cada um desses aspectos, os autores concluíram que empresas que possuem capitalistas de risco como investidores são mais dinâmicas no processo de profissionalização. Ainda segundo os autores, isso evidencia a atitude pró-ativa do investidor na promoção do desenvolvimento da empresa. A pesquisa evidencia que o intermediário financeiro - no caso, o capitalista de risco - promove o desenvolvimento dos negócios investidos - no caso, a profissionalização.

O trabalho de Hellmann e Puri (2000a) corrobora a definição de *smart-money*¹⁹, no qual a premissa do capital de risco é agregar valor ao seu investimento através de sua experiência, relacionamento e aconselhamento estratégico, além do capital investido. Por outro lado, o trabalho avalia um dos aspectos que parece ter influência na tomada de decisão do empresário ao absorver capital de risco, qual seja, a de absorver, além do capital, um investidor ativo e que objetive a geração de valor.

4.2. Efeito Catalisador na Empresa

Hellmann (2000) avalia uma outra face do processo de crescimento da empresa. Nesse trabalho, de cunho teórico, o autor procura avaliar a complexidade e a importância do processo de catalização de recursos (sejam eles humanos, financeiros ou mercadológicos) na geração de um empreendimento. O autor explora a interligação dos vários recursos

¹⁹ Conforme Harmon (2000: p. 3), "[...] o capital de risco provê não somente dinheiro, mas também, alianças, relacionamentos e um acesso rápido à abertura de capital ou a venda a uma empresa maior [...]. Isso é dinheiro inteligente, as pessoas e o capital das mesmas".

necessários à formação de um negócio. Conforme o autor, o que desafia o empreendedor no processo é a necessidade de geração de interesse de terceiros em projetos não comprovados. Com isso, o empresário necessita não só da validação pessoal do projeto, mas de apresentar sinais suficientes para validação do potencial financiador.

De fato, o trabalho considera que a validação de uma das fontes de recursos (seja ela qual for) na construção de um empreendimento relaciona-se diretamente à obtenção dos recursos restantes. O comprometimento de uma parcela dos recursos, segundo Hellmann (2000), não só catalisa mas também acelera a construção de um empreendimento.

Dessa forma, podemos supor que a presença de um capitalista de risco pode ser representativa no processo decisório do empresário em função da validação que o mesmo representa em relação a outras fontes de recursos do mercado, como por exemplo clientes, fornecedores ou bancos. O capitalista de risco, em função do seu perfil especialista e orientado, pode - na visão do empresário - catalizar outros aspectos fundamentais ao crescimento e desenvolvimento da empresa.

4.3. Impacto na Inovação da Empresa

Um terceiro campo que pode estar relacionado ao processo de decisão empresarial é o aumento da capacidade de inovação da firma.

Existem duas hipóteses acerca da correlação entre capital de risco e inovação. A primeira é a de que o capital de risco encontra a inovação e a impulsiona mercadologicamente, ou seja, não haveria intensificação da capacidade de inovação de uma empresa pela presença de um investidor de risco. A segunda hipótese é a de que o investidor de risco potencializa o aumento da taxa de inovação corporativa por flexibilizar a estrutura de capital da empresa, potencializando o financiamento baseado em risco.

O número de patentes registradas é uma das métricas que permite avaliar tais hipóteses. Segundo estudo realizado por Gompers e Lerner (2001), existem fortes evidências de que o capital de risco aumenta a taxa de inovação da empresa. No estudo, os autores compararam (i) a taxa de investimento em pesquisa e desenvolvimento do capital de risco em

pequenas empresas, (ii) o gasto geral das grandes empresas em pesquisa e desenvolvimento e (iii) o número de novas patentes registradas no mercado norte-americano, encontrando relação positiva entre os itens (i) e (iii), e correlação negativa entre os itens (ii) e (iii), no período entre 1965 e 1992, nos Estados Unidos.

Segundo Kortum e Lerner (1998), o ingresso de um investidor de capital de risco, em função da característica de monitoramento do investimento, exerceria uma pressão positiva na empresa visando a busca constante de diferenciais competitivos de mercado e, conseqüentemente, de valor. Essa busca estaria orientada à atração de novos recursos, à manutenção ou melhoria da posição econômica da empresa no seu mercado e perante seus concorrentes.

Os autores procuraram detectar e analisar a existência de correlação estatística entre a maior atividade nos investimentos de capital de risco e a capacidade de inovação das empresas norte-americanas. O estudo busca comprovar a hipótese de que os aumentos de investimento em capital de risco impulsionariam as empresas a maiores investimentos em inovação de produtos ou processos.

Kortum e Lerner (1998) encontraram evidências estatísticas de associação entre investimentos de capital de risco e o número de novas patentes de produtos registradas nos Estados Unidos. Na pesquisa foram utilizadas 530 empresas, localizadas no estado de Massachusetts, EUA. Parte delas possuíam recursos de capitalistas de risco. Os resultados da pesquisa demonstram que as empresas que faziam parte de algum portfólio de investimento de risco eram mais ativas no registro de novas patentes de produtos do que aquelas que não haviam atraído investimento de capital de risco.

Os próprios autores apresentam as deficiências do trabalho, relacionadas a uma incapacidade do método de avaliar uma relação objetiva entre patentes registradas e inovação. Na verdade, Kortum e Lerner (1998) destacam o fato de que a maior quantidade de registros pode estar relacionada a outros fatores, como por exemplo ao receio dos empresários de roubo dos novos projetos pelos investidores ao invés de uma maior capacidade de inovação derivada da presença desses últimos nas atividades da empresa.

4.4. Impacto no Crescimento da Empresa

Outro aspecto que pode estar presente no processo de decisão empresarial é a busca por um crescimento mais acelerado. A entrada de um investidor de risco sugere que, além do aporte de capital, a orientação de negócio, o monitoramento profissional e o auxílio estratégico nas decisões propiciem a empresa uma maior capacidade de crescimento. Helmann e Puri (2000b), avaliaram o impacto do ingresso de um capitalista de risco na atividade mercadológica da empresa com o objetivo de avaliar essa relação.

Segundo os autores, umas das características marcantes pelos quais os capitalistas de risco são conhecidos refere-se ao fato dos mesmos envolverem-se diretamente com as companhias financiadas, diferentemente das outras formas mais tradicionais de capitalização. Os capitalistas de risco são bastante envolvidos nos aspectos financeiros da empresa, não somente monitorando as atividades, mas também fornecendo suporte valioso à gestão

Duas questões centrais são avaliadas pelos autores.

A primeira refere-se à suposta existência de uma relação entre o tipo de estratégia mercadológica definida pela empresa e o tipo de financiamento obtido para desenvolvimento de seu projeto. Duas hipóteses são levantadas como resposta. A primeira é a de que as empresas mais inovadoras teriam melhor condição de equilíbrio para absorver capital de risco, pois a expertise aportada por esses investidores geraria valor ao negócio. Na segunda hipótese, oposta, essas mesmas empresas teriam dificuldade de atrair capitais de risco para financiar seus projetos pois este, em função de um risco não calculável derivado da própria característica de inovação, optaria por empresas com produtos que pudessem ser mais bem avaliados.

A segunda questão central envolve a influência do investidor de risco no lançamento de novos produtos no mercado. Da mesma forma, duas hipóteses são formuladas com resposta. A primeira apóia-se no fato de que capitalista de risco procura detidamente o foco de negócio da empresa investida, o que provocaria uma aceleração dos processos internos e, conseqüentemente, da velocidade de lançamento de novos produtos. A segunda resposta caminha no lado oposto: pelo relacionamento e pela própria forma de operação do investidor

como sócio, a pressão - e, conseqüentemente, a velocidade de lançamento de novos produtos - poderia ser menor.

Através de uma pesquisa com 173 empresas localizadas na Califórnia (EUA), separadas em empresas inovadoras e empresas copiadoras, e utilizando-se de pesquisas com as empresas e tratamento estatístico dos dados, os autores chegaram às seguintes conclusões:

- a) as empresas inovadoras têm maior tendência a receber capital de risco do que as copiadoras;
- b) as empresas inovadoras recebem capital de risco em estágio mais inicial de desenvolvimento do que as empresas copiadoras; e,
- c) a presença de um investidor de risco na empresa inovadora é associada a uma maior velocidade de lançamento de produtos no mercado; na empresa copiadora não foi encontrada tal relação.

Os resultados da pesquisa confrontam com a hipótese de que o investidor de capital de risco não investe em empresas *start-up* ou que somente investe em empresas inovadoras que já possuem período mínimo de operação. Da mesma forma, a pesquisa aponta a existência de uma influência decisiva do capitalista de risco com a velocidade da empresa no mercado.

Novamente, tais resultados são convergentes com a sugestão de que um dos fatores que atrai o capital de risco como forma de capitalização relaciona-se a uma melhor condição de competitividade na empresa, na visão dos empresários. A absorção da experiência do investidor e sua responsabilidade com os resultados financeiros do negócio, na busca de geração de valor, podem ser um dos fatores relevantes no processo de decisão empresarial.

CAPÍTULO 5

PESQUISA DE CAMPO COM EMPRESÁRIOS BRASILEIROS DE PEQUENAS EMPRESAS: ELEMENTOS E RESULTADOS

O objetivo do Capítulo é detalhar e analisar a pesquisa de campo realizada com um grupo de empresários brasileiros, orientada a captar os principais aspectos da tomada de decisão empresarial em relação ao financiamento das empresas.

A pesquisa de campo foi a maneira escolhida para colher elementos necessários ao objetivo de cruzar dados reais do mercado brasileiro com aspectos teóricos, destacando os pontos de convergência e de divergência.

Dois aspectos que restringem a análise e as conclusões obtidas no processo de pesquisa devem ser destacados:

O primeiro elemento refere-se aos sérios problemas derivados da reduzida amostra utilizada na análise. Em função de um pequeno número de 25 empresários respondentes, a análise apresenta problemas de (a) não condição de extrapolação dos dados para a população e (b) não condição de realização de segmentações e cortes da amostra, a partir de questões-chaves, como forma de realizar avaliações profundas e de maior envergadura empírica. A amostragem reduzida não permitiu robustez estatística e sustentação da análise no que se refere ao caráter de validação dos resultados para todas as empresas da população. Da mesma forma, tampouco permitiu aprofundamento da análise em função de que potenciais cortes e segmentações nos dados – que poderiam apresentar resultados relevantes ao objeto da pesquisa - acarretariam redução ainda maior da amostra, com impossibilidade de derivação de qualquer análise ou conclusão, ainda que geral.

O segundo problema refere-se ao fato de que a base da pesquisa, qual seja, o conjunto das pequenas e médias empresas localizadas nas incubadoras, pode ter determinado viés nas respostas e nos dados analisados. Isso decorre do fato de que o ambiente das incubadoras brasileiras tem como premissa a aceleração do processo de desenvolvimento das empresas. A

tese desse tipo de *cluster* empresarial é que a proximidade entre as diversas empresas, a troca constante de informações e experiências e o monitoramento pela gerência da incubadora potencializaria condição de crescimento maior do que aquela propiciada a empresas localizadas fora das incubadoras, de forma individual. Com isso, é bastante comum nas incubadoras ações de informação e geração de relacionamentos com agentes econômicos diversos (como clientes e fornecedores), incluindo intermediários financeiros, como empresas de capital de risco e bancos. Com isso, as respostas dos empresários e a análise realizada podem não estar refletindo a realidade da visão dos empresários nacionais acerca dos mecanismos de financiamento e do capital de risco, mas sim a realidade da visão dos empresários de empresas localizadas em incubadoras no Brasil.

O destaque dos problemas detectados na análise tem como objetivo tornar claro as restrições e limites da pesquisa empírica e das conclusões do trabalho. Isso, contudo, não reduz o valor do caráter exploratório proposto e o conteúdo das conclusões, que apresentam resultados importantes à percepção da realidade do mercado de financiamento de um segmento da camada empresarial brasileira.

O presente Capítulo é segmentado em duas partes. Na primeira seção (Seção 5.1), será apresentado o método empregado na pesquisa, enfocando no conteúdo do questionário estruturado e sua sinergia com elementos teóricos apresentados, no método de captação de dados e exploração da amostra e na análise estatística realizada. Na segunda seção (Seção 5.2), serão apresentados os resultados da pesquisa, com a exploração dos dados e testes estatísticos específicos.

5.1. Método e Apuração da Pesquisa

5.1.1. Questionário e Coleta de Dados

O objetivo do questionário foi o de captar diversos aspectos relacionados às diferentes teorias financeiras antes analisadas, de forma a avaliar a tomada de decisão do empresário acerca da captação de recursos externos para crescimento, tendo como centro de análise a opção através de capital de risco. Com esse objetivo, o questionário foi segmentado em 3 seções e 43 questões objetivas, envolvendo:

- 23 questões independentes com apenas uma resposta;
- 14 questões dependentes, ou seja, condicionadas à questões e respostas anteriores a ela, de uma ou múltiplas resposta(s);
- 3 questões independentes com mais de uma resposta, por ordenação conforme ordem de importância, da maior para a menor e
- 3 questões independentes com mais de uma resposta, sem ordenação conforme ordem de importância.

Cada uma das 3 seções do questionário foi construída para fins específicos da análise proposta:

Seção 1 - Caracterização da Empresa (7 questões – 1 a 7)

Análise dos principais aspectos da empresa relacionados à avaliação da cultura de captação externa de fontes de financiamento, presença de investidor de risco no quadro societário da empresa e intenção do empresário de captar recursos utilizando-se da opção capital de risco. O objetivo foi o de mapear e perfil das empresas em relação à captação de recursos externos e ao interesse na fonte de financiamento capital de risco.

Seção 2 – Identificação da Empresa (9 questões – 8 a 16)

Análise voltada à identificação das empresas, envolvendo a captação de informações de idade, região geográfica de localização, tamanho (em faturamento), participação societária dos sócios majoritários, número de sócios, presença de executivos profissionais na empresa. O objetivo da seção foi o de mapear o tipo de empresas que fez parte da pesquisa, seja no perfil operacional, seja no perfil de administração e gestão.

Seção 3 – A Decisão do Empresário (27 questões – 17 a 43)

Análise dos elementos relacionados à tomada de decisão do empresário em relação à captação de recursos de financiamento, com ênfase na modalidade capital de risco. Nessa seção, buscou-se analisar a presença das teorias relativas à Assimetria Informacional, Estrutura de Capital e Outras Teorias na tomada de decisão do empresário, conforme a análise teórica disposta no Capítulo 2 desse trabalho.

A Coleta de dados foi realizada entre os dias 15 de maio de 2002 e 15 de junho de 2002. O questionário foi disponibilizado em meio eletrônico na rede Internet, no *site* www.capitalderisco.com.br/questionario. Os empresários preencheram o questionário diretamente no *site* indicado, *online*, não necessitando impressão ou envio de material pelo correio. Após o preenchimento, as respostas eram automaticamente enviadas através de *email* para banco de dados específico em planilha eletrônica Excel Windows. O questionário completo encontra-se no Anexo A desse trabalho.

5.1.2. Amostra

A população da pesquisa corresponde à totalidade das pequenas empresas brasileiras. Tendo como objetivo explorar a tomada de decisão do empresário de pequenas empresas²⁰, a pesquisa foi solicitada a um grupo de empresas localizadas dentro de incubadoras brasileiras.

As incubadoras são instituições, normalmente financiadas com capital público, que têm como objetivo abrigar empresas nascentes nas fases iniciais de desenvolvimento (normalmente entre o primeiro e o terceiro ano de operação, incluindo a fase pré-operacional). A incubadora normalmente fornece infra-estrutura mínima à empresa, com sala, telefone, luz e outros elementos relacionados, mediante pagamento de mensalidade subsidiada.

Segundo a pesquisa Panorama 2000 da Associação Nacional das Entidades Promotoras de Empreendimentos de Tecnologia Avançada – Anprotec²¹, existem 135 incubadoras cadastradas no país. Ainda segundo a pesquisa, existem 1.100 empresas residentes em incubadoras no país e 450 empresas graduadas, ou seja, que já estão operando seus negócios fora da infra-estrutura das incubadoras.

O processo de seleção das incubadoras para as quais foi enviada a solicitação de preenchimento do questionário foi a partir da (i) da obtenção do cadastro e contato do gerente de cada incubadora e (ii) do efetivo contato telefônico com o gerente. O processo seletivo acabou determinando o envio da solicitação e contato telefônico com gerentes de 10 incubadoras no Brasil.

²⁰ Pequena empresa corresponde a empresas com até 100 funcionários, segundo o Sebrae.

²¹ A Anprotec é a associação nacional que congrega as incubadoras e centros de desenvolvimento de novos negócios no Brasil.

A soma das empresas incubadas nas 10 incubadoras pesquisadas foi de aproximadamente 150 empresas²². Visando aumentar a taxa de sucesso de respostas da pesquisa, a solicitação para preenchimento foi enviada ao gerente de cada uma das incubadoras e não diretamente ao empresário. O gerente, após recebido o *email* e um telefonema de contato, responsabilizou-se pelo envio e cobrança pelo preenchimento a cada um dos empresários incubados. As 10 incubadoras que receberam a solicitação estavam localizadas nas seguintes regiões:

Quadro 1
Localização das Incubadoras

Região de Localização	Nº de incubadoras
Sul	4
Sudeste	2
Centro-Oeste	1
Norte	0
Nordeste	3
Total	10

Foram recebidas 25 respostas completas no período, representando 1/6 de sucesso no retorno. Além dessas, foram recebidas outras 4 respostas, não consideradas válidas em função da falta de preenchimento completo do questionário. Das 25 respostas, 36% foram de empresas da Região Sul, 20% de empresas da Região Sudeste, 4% da Região Centro-Oeste e 40% da Região Nordeste.

Quadro 2
Comparativo da localização das Incubadoras participantes da amostra com a localização das empresas respondentes

Região de Localização	% de envios - incubadoras -	% de respostas - empresas -
Sul	40%	36%
Sudeste	20%	20%
Centro-Oeste	10%	4%
Norte	0%	0%
Nordeste	30%	40%
Total	100%	100%

²² Não foi possível obter o número exato de empresas que receberam a solicitação de preenchimento da pesquisa. A informação foi solicitada aos gerentes de incubadoras. Do total de 10 incubadoras, 6 enviaram a informação, totalizando 90 empresas conhecidas. O número estimado de 150 empresas é em função da média de 15 empresas nas incubadoras conhecidas, extrapolada para o total das incubadoras.

Conforme o quadro acima, nota-se a relação direta entre a localização geográfica das incubadoras para as quais foi enviado o questionário e as empresas respondentes da pesquisa, o que evidencia as dificuldades de estabelecer conclusões em função da localização (existência de viés de localização geográfica na amostra).

O baixo volume de respostas não permitiu a construção de uma amostra representativa, o que tende a inviabilizar a extrapolação dos resultados da pesquisa para a população.

5.1.3. Análise Estatística

A análise estatística da pesquisa tem como objetivo testar a validade das respostas a partir da amostra em relação à possibilidade de extrapolar os resultados encontrados para a população.

A escala de respostas são nominais e ordinais. Segundo Siegel (1956), para escalas de respostas nominais e ordinais, as provas estatísticas adequadas são as não-paramétricas. A prova estatística não-paramétrica exige mensurações menos robustas na comparação com as paramétricas.

A análise dos dados da pesquisa foi realizada através da estatística descritiva - avaliação das frequências das respostas - e através de testes de estatística diferencial – teste *qui-quadrado* e testes não paramétricos de Friedman, Cochran e de Homogeneidade Marginal (nos testes de segmentação da amostra, em n amostras relacionadas), utilizando-se *software* estatístico específico. O teste de Friedman foi selecionado por ser útil na comprovação da hipótese de nulidade, onde n amostras tenham sido extraídas da mesma população, ou seja, a busca foi a determinação de que as diferentes amostras provenham da mesma população. O teste de Cochran foi utilizado pela adequação ao caso de testagem entre três ou mais conjuntos, visando aferir se as mesmas diferem entre si.

O objeto da análise é de (a) avaliar a amostra e os resultados da mesma do ponto de vista da presente pesquisa, na relação com o embasamento teórico e com a hipótese proposta e (b) testar a condição de extrapolação dos dados da amostra para a população.

5.2. RESULTADOS DA PESQUISA

A análise foi realizada conforme a segmentação da pesquisa, ou seja, em três partes distintas. Na primeira, o objetivo foi caracterizar o histórico da empresa com as diversas fontes de financiamento, relacionamento com o instrumento de capital de risco e nível de profissionalização na gestão. Na segunda parte, foram avaliadas as características e o perfil da empresa, em relação ao seu tamanho em faturamento, em número de funcionários, região de localização, número de sócios e outros elementos. Finalmente, na terceira parte foram avaliados os dados com o objetivo de destacar o perfil dos empresários na tomada de decisão de financiamento, sua visão em relação ao capital de risco e em relação aos outros instrumentos, quais elementos são mais relevantes na tomada de decisão de financiamento, entre outros. O conjunto das respostas está apresentado no Anexo B.

Parte 1 – Caracterização da Empresa

Do total de respostas, 32% (8) das empresas haviam recebido aportes externos de recursos. Dessas, 50% (4) haviam recebido empréstimos de familiares, e as restantes Capital de risco de relacionamentos próximos (1), Empréstimo bancário em nome dos sócios (1) e Empréstimo bancário em nome da empresa (1). Apenas uma das 25 empresas havia recebido aporte de capital de risco de investidor profissional, há menos de 1 ano, ainda tendo o investidor em seu quadro societário, com uma participação entre 11% e 30% do capital social. Ressalta-se que esse reduzido número de empresas que já possuíam relacionamento com capital de risco de investidor profissional acabaram por reduzir a condição da avaliação da pesquisa.

Dos 25 empresários, 23 (ou 92%) demonstraram a intenção de captar recursos através de capital de risco no futuro, sendo que 9 das empresas, ou 39% das que demonstraram intenção de realizar uma captação, se encontravam em pleno processo de captação.

Parte 2 – Identificação da Empresa

Em relação à idade de operação, das 25 empresas, 28% possuíam menos de 1 ano de

operações, sendo que aproximadamente $\frac{3}{4}$ possuíam menos de 3 anos de vida, o que caracteriza os estágios iniciais de desenvolvimento das empresas pertencentes à amostra. 10 empresas da amostra (40%) estavam localizadas na região Nordeste do Brasil e 9 na região Sul. Apenas 5 empresas (25%) são localizadas na região Sudeste e 1 na região Centro-Oeste. Nenhuma empresa da região Norte respondeu à pesquisa.

Em relação ao tamanho, as empresas foram avaliadas sob dois aspectos: sob a ótica do tamanho do faturamento e do tamanho em relação ao número de funcionários. No primeiro caso, 84% da amostra, que corresponde a 21 empresas, foi representada por empresas com faturamento inferior a R\$ 500 mil anuais, sendo que 9 delas não possuíam faturamento, ou seja, estavam na fase pré-operacional (*seed-stage*). No segundo caso, 80% das empresas, ou 20 empresas, tinham até 10 colaboradores no seu quadro funcional, sendo que a maioria (11 empresas) possuía até 5 funcionários.

A totalidade das empresas da amostra tinha os sócios majoritários como principais executivos da empresa. Do total, 80% das empresas (20) possuíam até 3 sócios na estrutura societária e 20 delas não possuíam executivos não-sócios na estrutura de gestão. O principal sócio das empresas possuía, na maioria dos casos (60%), mais de 90% do capital social.

Conforme os dados acima, temos o perfil genérico das empresas respondentes:

- micro empresas;
- em fase pré-operacional (sem faturamento);
- pouca experiência em captações externas, de qualquer tipo;
- forte concentração societária nos fundadores;
- gestão conduzida pelos sócios e não por profissionais externos;
- localizadas principalmente nas regiões sul e nordeste do Brasil;
- reduzido número de colaboradores;
- experiência direta inexistente com capital de risco; e,
- expressiva intenção de captação de recursos através de capital de risco.

Esse perfil permite duas avaliações. A primeira é o fato de que o perfil interessa à pesquisa ao apontar uma perspectiva de empresários que estão ou pretendem iniciar processo

de captação de recursos de capital de risco no futuro. Além disso, são empresas localizadas em incubadoras de perfil tecnológico, o que caracteriza o perfil das empresas de interesse de investidores de capital de risco. Por outro lado, em função do estágio de desenvolvimento (a maioria em fase pré-operacional), a visão apresentada pelo conjunto dos empresários pode apresentar distorções em função da pouca experiência empresarial (ressaltando que a experiência, nesse caso, é avaliada sob o ponto de vista da empresa pesquisada, e não da vida profissional do empresário – que pode ter tido experiências anteriores, não consideradas).

Parte 3 – Decisão do Empresário

A parte 3 do questionário tinha como objetivo a avaliação da tomada de decisão do empresário acerca das hipóteses de financiamento (ênfase na captação via capital de risco de investidor profissional), visando detectar elementos relacionados à assimetria informacional, potenciais problemas de agência, tomada de decisão acerca da estrutura de capital das empresas e outros elementos. Para tanto, o questionário foi estruturado com questões objetivas, baseadas na realidade atual da empresa (16 questões) e com questões indiretas, definidas a partir de exemplos hipotéticos (11 questões).

As questões 17 à 25 tinham como objetivo avaliar a variação na tomada de decisão do empresário em relação às fontes de financiamento a partir do crescimento da empresa (em termos de faturamento e idade). Nesse sentido, foram construídas três situações hipotéticas de uma mesma empresa, buscando-se colher, para cada caso individualmente, quais as fontes ideais de financiamento e o principal motivo para escolha de determinada fonte.

A questão 17 apresentava a hipótese de uma empresa com dois anos de vida e R\$ 500 mil de faturamento. O empresário (supondo-se que detinha 100% do capital da empresa), tinha que optar entre as cinco fontes de financiamento (de um total de nove), por ordem de escolha de 1 a 5. A questão 20 apresentava a hipótese de uma empresa com cinco anos de vida e R\$ 7 milhões de faturamento e a 23 uma empresa com doze anos de vida e R\$ 20 milhões de faturamento. Para os três casos, as alternativas de financiamento seriam:

- Capital pessoal
- Empréstimo de familiares
- Capital de risco de familiares
- Empréstimo de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)

- Capital de risco de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
- Caixa da empresa
- Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
- Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
- Capital de risco de investidor profissional

Seguindo-se a cada uma dessas três questões, o empresário era questionado a escolher uma de duas fontes de financiamento, quais sejam, a hipótese de (i) empréstimo bancário tomado em nome da empresa e a hipótese de (ii) capital de risco de investidor profissional (supondo a inexistência das demais fontes). Em seguida, também era questionado qual o fator que o motivava a escolher uma ou outra fonte, entre três alternativas - entre Risco, Facilidade de Captação e Custo.

O conjunto das questões foi estruturado com o objetivo de colher dados da presença das teorias financeiras na tomada de decisão empresarial. Para tanto, escolheu-se a alternativa de questões hipotéticas como forma de detectar variações de opinião do empresário que pudessem apontar a presença de elementos relativos à teorias de Assimetria Informacional e Estrutura de Capital. Para o teste dessas questões, foram utilizados testes não-paramétricos de Friedman (questões 17, 20 e 23), Cochran (questões 18, 21 e 24) e o Teste de Homogeneidade Marginal (questões 19, 22 e 25)²³. Os testes estão apresentados no Anexo C.

Os resultados encontrados nesse segmento da amostra apontaram que nas questões 17, 20 e 23 existem diferenças significativas entre as respostas dos empresários, ou seja, as escolhas das diferentes fontes de financiamento, em cada uma das questões, não são indiferentes ao empresário ($p < 0,001$, nas três questões). Nesse sentido, através do ranking de preferência derivado do Teste de Friedman, temos base para avaliação dos dados:

²³ O Teste de Friedman foi utilizado nas questões 17, 20 e 23 por ser adequado a verificação de diferenças significativas entre diferentes itens, avaliados em mais de duas amostras relacionadas (por exemplo, a mesma pessoa avaliando 3 situações diferentes). O Teste de Cochran foi utilizado nas questões 18, 21 e 24 por estar se avaliando diferenças significativas de proporções – uma escolha entre duas alternativas – dos empresários que escolheram a hipótese de “capital de risco de investidor profissional”. O Teste de Homogeneidade Marginal foi utilizado nas questões 19, 22 e 25 por se tratar de variáveis em escala nominal de mais de duas categorias, no qual se estaria verificando a existência de diferenças significativas entre as respostas das diferentes questões.

Tabela 1: Ordenação sugerida pela amostra (questões 17, 20 e 23)

	Itens questão 17	Média dos postos:	Itens questão 20	Média dos postos:	Itens questão 23	Média dos postos:
1º	1	2,84	9	2,98	6	2,74
2º	9	2,92	6	3,02	9	3,22
3º	6	3,08	1	3,30	8	3,64
4º	8	5,02	8	3,80	1	3,74
5º	3	5,84	7	5,48	7	5,54
6º	7	6,08	5	6,30	5	6,14
7º	5	6,22	3	6,42	3	6,44
8º	2	6,24	2	6,64	2	6,56
9º	4	6,76	4	7,06	4	6,98

Sendo:

- 1 = Capital pessoal
- 2 = Empréstimo de familiares
- 3 = Capital de risco de familiares
- 4 = Empréstimo de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
- 5 = Capital de risco de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
- 6 = Caixa da empresa
- 7 = Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
- 8 = Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
- 9 = Capital de risco de investidor profissional

Conforme o *ranking*, podemos realizar as seguintes análises, de conteúdo exploratório, ressalvadas as restrições apontadas no início desse Capítulo:

- a) A opção Capital de risco de investidor profissional (9) apresenta-se como uma das principais opções de financiamento dos empresários, independente dos perfis apresentados;
- b) A opção Capital pessoal (1), à medida que a empresa cresce, passa a perder importância como fonte de financiamento, deixando de ser a primeira opção do empresário (questão 17) e passando a ser apontada como a quarta opção (questão 23). Isso denota a visão do empresário de que crescimento, histórico e reputação permitiriam maior condição de acesso a outras fontes de financiamento e fuga de riscos da riqueza pessoal.
- c) A opção Caixa da Empresa (6), ao contrário, aponta a percepção do empresário de utilizar fontes internas para crescimento, subentendendo que quanto maior o tamanho

da empresa (em termos de volume de faturamento), maior a condição de investimento e o fluxo de caixa livre.

- d) As opções Empréstimo de familiares (2), Capital de risco de familiares (3), Empréstimo de relacionamentos próximos (4) e Capital de risco de relacionamentos próximos (5) são pouco influentes na tomada de decisão dos empresários, independentemente do tamanho da empresa e do seu histórico. A princípio, o empresário optaria somente em última instância por opções de financiamento ligadas a familiares ou a relacionamentos próximos. A hipótese mais provável para esse resultado é a tendência de fuga do envolvimento de agentes ligados emocionalmente ao negócio.
- e) A opção Empréstimo bancário tomado em nome da empresa (8) tem um nível de prioridade sempre importante, alcançando a terceira posição de importância na hipótese de maior tamanho de empresa. Teoricamente, refere-se a uma visão de que o tamanho da empresa e seu histórico permitiriam melhores condições de captação de recursos de dívida.
- f) A opção empréstimo bancário em nome dos sócios (7) sempre permanece em uma posição intermediária de prioridade, não variando significativamente em função do tamanho da empresa.

No que se refere às questões 18, 21 e 24, realizou-se o teste não-paramétrico de Cochran para avaliar a existência de proporções significativamente diferentes entre os blocos de respostas de cada uma das questões. Basicamente, a tentativa foi avaliar se a decisão do empresário era tendenciosa em relação ao tamanho da empresa no que se refere à definição das opções de financiamento (restritas, no caso, a Capital de risco de investidor profissional e a Empréstimo bancário em nome da empresa).

As proporções dos empresários que optaram pela escolha da fonte Capital de Risco de Investidor profissional foram de 76% do primeiro caso, 68% no segundo caso e 54% no terceiro caso. Ou seja, a decisão do empresário variou conforme o tamanho e histórico da empresa, transitando da opção Capital de Risco para a opção Empréstimo. O Teste de

Cochran apontou a existência de diferença significativa entre as proporções de cada um dos blocos de respostas, ou seja, comprovou a tendência de transição da decisão do empresário de uma questão para outra ($p = 0,05$).

No terceiro bloco de questões (19, 22 e 25), as respostas igualmente variaram. Na questão número 19, 42% dos que haviam indicado a opção Capital de Risco como fonte de financiamento ideal na questão anterior (questão 18), apontaram que Risco era o principal fator de decisão, e outros 42% optaram pelo fator Custo. Dos que optaram por Empréstimo, 50% apontaram que Facilidade de Captação era o principal fator. Ou seja, o principal fator dos empresários que optaram pela fonte Empréstimo foi o fator menos representativo daqueles que optaram pela fonte Capital de Risco.

Na questão 22, dos empresários que escolheram a fonte Capital de Risco na questão anterior (questão 21), 47% apontaram Custo como o principal fator de decisão, ampliando o fator Facilidade de Captação de 16% da questão 19 para 24%. Ou seja, o crescimento da empresa parece passar ao empresário a sensação de maior condição de captação da fonte Capital de Risco. Em contrapartida, dentre os que optaram por Empréstimo na questão 21, 50% dos empresários continuaram apontando Facilidade de Captação o principal fator de influência na decisão. Ressalta-se que a análise dessa questão leva em consideração a proporção das respostas da questão 21, onde 68% das respostas indicaram Capital de Risco como fonte ideal e 32% indicaram Empréstimo.

Na questão 25, já com uma proporção de respostas da questão 24 quase idêntica (54% para Capital de Risco e 46% para Empréstimo), o fator mais influente na decisão dos empresários foi o fator Custo, representando 40% das respostas daqueles que optaram por Empréstimo e 46,2% das respostas dos que optaram por Capital de Risco. A diferença mais significativa foi que, na opção Empréstimo, houve uma distribuição das respostas de 30% para o fator Risco e de 30% para o fator Facilidade de Captação (que, nas questões anteriores liderou, como fator de decisão), enquanto que na opção Capital de Risco, 39% optaram pelo fator Risco como elemento mais importante e apenas 15,4% apontaram o item Facilidade de Captação.

De todos os movimentos, o mais destacado foi em relação ao bloco de empresários que indicou Empréstimo como fonte ideal de financiamento. Alinhado à hipótese de crescimento da empresa, esse bloco destacou o elemento Custo como principal fator de decisão, passando de 17% de representatividade para 40% de representatividade. Ou seja, os dados apontaram que, ao mesmo tempo em que a empresa cresce, os empresários (a) tendem a trocar da opção Capital de Risco para a opção Empréstimo e (b) passam a entender que o elemento custo é o fator de maior influência na tomada de decisão.

O teste realizado com esse bloco de questões foi o de Homogeneidade Marginal, e teve como objetivo identificar diferenças significativas nas respostas já que o mesmo indivíduo responde a uma questão idêntica em situações diferentes. Segundo o teste, nas comparações realizadas, não houve diferença significativa entre as respostas das três questões, ou seja, as diferenças percentuais apontam uma tendência mas não podem ser consideradas como representativas estatisticamente ($p = 0,102$ na comparação entre as questões 19 e 22, $p = 0,564$ na comparação entre as questões 22 e 25 e $p = 0,480$ na comparação entre as questões 19 e 25). É importante observar que o teste considera somente as respostas às questões 19, 22 e 25, sem relacioná-las às questões 18, 21 e 24, respectivamente.

A partir da questão 26, todas as outras questões são independentes e diretas, sendo possível a interpretação independentemente das questões anteriores.

A questão 26 procurou apontar, na visão do empresário, quais os principais aspectos que eram levados em consideração na decisão de financiamento da empresa. Os resultados apontaram que (a) Custo do Capital do Investidor, (b) Risco para a Empresa e (c) Potencial geração de Valor para a Empresa eram os elementos de maior influência.

Focando no aspecto do Capital de Risco, as perguntas 27 e 28 analisaram as principais vantagens e desvantagens percebidas pelos empresários na captação dessa fonte de financiamento. Como vantagens, as quatro principais foram (a) Apoio Estratégico do Investidor no Negócio (apontada por 76% dos empresários), (b) Impulso pela profissionalização da empresa (68%), (c) Menor Risco para a empresa (40%), (d) Reputação trazida pelo investidor (40%) e Custo do Capital Menor do que outras alternativas (40%). O interessante nesse aspecto é que, das nove alternativas que eram apresentadas na questão, da

qual o empresário selecionava quatro, nenhuma das alternativas apresentou percentual inferior a 32%. A opção Menor Risco para os Sócios foi citada por 24% dos empresários.

Quanto às desvantagens do instrumento Capital de Risco, 84% dos empresários apontaram a Necessidade de Liquidez do Investidor como principal elemento de desvantagem. O Engessamento da Administração da Empresa também foi apontado por 80% dos respondentes. Como terceiro elemento de desvantagem, a Pressão Negativa na Gestão foi levantada por 52% dos empresários, seguida do Controle Rigoroso da Gestão, com 40% de representatividade. Destaca-se que as respostas relacionadas às desvantagens apresentaram evidências mais destacadas do que as apontadas como vantagens, que se distribuíram de forma mais eqüitativa nas respostas.

As questões 29 e 30 visavam perceber o grau de importância dos impostos na tomada de decisão de financiamento. Nesse caso, 84% dos empresários responderam que levam em consideração os impostos corporativos na tomada de decisão, enquanto 60% levam em consideração os impostos pessoais.

As questões 31 a 39 tinham como objetivo avaliar segmentos relacionados ao valor agregado potencial do Capital de Risco na empresa. A questão 31 questionou a percepção do mercado em relação a empresas que recebem aportes de capital de risco. Nesse caso, 92% dos empresários apontaram que o mercado avalia que as empresas que recebem aportes desse tipo valem mais do que antes de terem esse aporte.

Em relação ao potencial impacto do capital de risco no nível de profissionalização das empresas (em função das suas características de elevado nível de monitoramento), 92% dos empresários apontaram que o capital de risco aumenta o nível de profissionalização.

No que se refere à modificação da capacidade de inovação das empresas, 84% dos empresários apontaram que a capacidade de inovação se modificaria com a entrada de um investidor de risco na empresa, sendo que 71% entende que ela aumentaria e 29%, contrariando a hipótese conhecida, entendem que ela decresceria.

Em relação ao crescimento e ao poder de competição das empresas, 100% dos empresários apontaram que o investimento de capital de risco aumenta a capacidade de crescimento das empresas e 92% apontaram que ele aumenta, também, o poder de competição das mesmas no mercado. Apenas um empresário respondeu que o poder de competição diminui com a presença de um investidor de risco na empresa.

As últimas quatro questões (40 a 43) foram relativas ao nível e qualidade de informações da empresa. Apenas 2 empresas (8%) realizavam auditoria externa de suas peças contábeis. Em relação à periodicidade de envio de informações gerenciais e contábeis aos sócios, 46% apontaram envio com periodicidade semanal e 38% com periodicidade mensal. Apenas uma empresa informou não enviar informações aos sócios.

Por fim, questionou-se qual o procedimento de envio de informações e qual o tipo de filtragem que o empresário faria ao fornecer informações das operações da empresa aos demais sócios (não gestores). Nesse caso, 48% das empresas apontaram que forneceriam todas as informações possíveis e disponíveis, sem qualquer pré-filtragem. 32% dos empresários apontaram que realizariam uma filtragem, fornecendo parte das informações. Outros 20% dos empresários apontaram que forneceriam apenas informações econômico-financeiras das empresas (e não outros tipos, como informações de mercado, concorrência ou estratégia).

Em função do reduzido número de respostas, a segmentação da amostra para nova avaliação foi prejudicada. Foram realizados testes de segmentação a partir das questões 1 (relativa ao fato das empresas já terem ou não recebido algum tipo de capital externo), 7 (relativa ao fato das empresas estarem ou não em processo de captação de recursos de capital de risco), 8 (relativa à idade das empresas), 13 (relativa ao número de sócios das empresas) e 14 (relativa à existência de executivos não sócios nas empresas). Nenhum dos testes realizados, em função do reduzido tamanho da amostra segmentada, apresentou resultados significativos do ponto de vista da pesquisa.

A análise dos dados apontou resultados interessantes ao cruzamento dos aspectos teóricos e da pesquisa de campo realizada, a ser aprofundado nas conclusões desse trabalho.

Foram explorados elementos da tomada de decisão empresarial que apontaram características alinhadas a pontos debatidos nos Capítulos 3 e 4 anteriores.

Em função do reduzido tamanho da amostra, os dados apresentaram tendência e conteúdo exploratório, mas não podem ser extrapolados como representativos da população. Para isso, seria necessário o aumento da amostra e nova testagem dos dados.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O cruzamento das informações destacadas na pesquisa teórica com os dados empíricos constantes no trabalho permitem comprovar elementos relacionados às teorias das finanças na visão e tomada de decisão empresarial.

De forma geral, os elementos de assimetria informacional, as diferentes teorias relativas à formação da estrutura de capital das empresas e as teorias específicas relativas ao capital de risco, apontadas ao longo do estudo teórico, puderam ser claramente percebidas na pesquisa de campo.

Podem ser destacadas onze conclusões gerais do trabalho, a partir do enlace das informações apresentadas.

Em relação às Teorias de Assimetria informacional e estrutura de capital foi concluído que:

- 1) A maioria das empresas pesquisadas não possuía qualquer experiência na captação de recursos externos. Segundo a teoria, a característica de forte assimetria de informação nas empresas menores e o conseqüente custo elevado de captação seriam os elementos explicativos da menor aderência das empresas menores aos canais externos de financiamento;
- 2) Grande parte das empresas tem o seu processo decisório alinhado à captação presente ou futura de capital de risco. Segundo os elementos teóricos, tal instrumento é alinhado à esse tipo de empresa em função da sua característica de assumir alto risco buscando altos retornos, e, portanto, aderente aos conceitos de assimetria informacional, alta capacidade de performance e elevado risco.

- 3) A variação de posição na tomada de decisão presente na seqüência de questões 17, 20 e 23, - nas quais a decisão do conjunto dos empresários transitou em direção à opção empréstimo conforme a empresa cresce e adquire histórico e reputação - está de acordo com as teorias de estrutura de capital e percepção de custo de captação e acesso a novas fontes de financiamento. Não fica evidente porque a opção capital de risco sempre permanece em destaque (uma vez que isso não está alinhado com o tamanho da empresa e teoria). A hipótese mais provável é a de que tal decisão pode ter sido influenciada pelo desconhecimento e inexperiência do empresário ou pelo fato da questão apresentada ser uma hipótese e não uma realidade, dificultando a clareza na decisão.
- 4) A mesma variação de posição apresentada acima fica ainda mais evidente nas questões 18, 21 e 24. Diante da necessidade de tomada de decisão restrita e podendo contar apenas com duas fontes diferentes de capital, o empresário variou fortemente a sua posição em direção à opção Empréstimo, à medida que a empresa cresce.
- 5) Nas questões 19, 22 e 25, os empresários apontam custos como o elemento mais representativo da decisão de investimento. Portanto, é claramente percebida a importância desse aspecto na tomada de decisão e a melhor condição de captação a custos menores à medida que a empresa cresce, condizente com a teoria financeira.
- 6) O empresário evidencia os problemas de agência ao apontar como desvantagens do instrumento de capital de risco elementos relacionados à governança corporativa. O Engessamento da Administração da Empresa, a Pressão Negativa na Gestão e Controle Rigoroso da Gestão foram apontados como principais problemas e desvantagens do instrumento, evidenciando assimetria informacional.

- 7) Parte significativa dos empresários evidenciou elementos de decisão que apontam a presença de risco moral e seleção adversa ao optarem, por hipótese, pela filtragem de informações da empresa aos seus sócios (questão 43).
- 8) Os empresários apontaram menor risco para a empresa como uma das principais vantagens do capital de risco, o que indica a fuga dos compromissos de endividamento e a correlação com teorias de Estrutura de Capital.
- 9) Os empresários apontaram que o fato de o custo do Capital de Risco ser Menor do que outras alternativas representa uma das principais vantagens desse tipo de instrumento. No entanto, essa é uma afirmação baseada no risco e não no custo, à medida que a dívida tende a ser menos onerosa.

Em relação às Teorias de Valor Agregado apresentadas, podemos destacar:

- 10) As principais vantagens do capital de risco percebidas pelos empresários são (a) Apoio Estratégico do Investidor no Negócio (apontada por 76% dos empresários), (b) Impulso pela profissionalização da empresa (69%), (c) Reputação trazida pelo investidor (40%), ou seja, elementos destacados nas teorias de valor agregado do Capital de Risco e testadas no mercado norte-americano. Isso revela a percepção do empresário acerca desse tipo de instrumento.
- 11) Quase todos afirmam que o capital de risco representa crescimento, inovação, competição e profissionalização, o que condiz com os mesmos elementos apresentados acima.

O conjunto da análise reflete a hipótese proposta inicialmente, qual seja, a de que a tomada de decisão do empresário brasileiro de pequenas e médias empresas reflete elementos das teorias financeiras de Assimetria Informacional e Estrutura de Capital. Isso ficou evidente seja em relação à aderência do perfil de cada um dos tipos de financiamento, seja em relação à evidência de elementos de assimetria informacional, notadamente elementos de agência e risco moral.

Além disso, em relação à fonte de financiamento capital de risco, o empresário parece ter a percepção do perfil dos elementos de valor agregado supostamente trazidos pelo instrumento e da melhor condição de captação desse tipo de recurso por empresas com maior nível de assimetria informacional e pouco histórico de performance.

Apesar de alcançar o objetivo proposto, a presente pesquisa apresenta problemas de robustez empírica em função do baixo número de empresas da amostra, reiterando a necessidade de novos trabalhos a respeito.

Os estudos relacionados ao segmento de financiamento através de capital de risco existem em número muito pequeno no Brasil, com plenas condições de serem mais analisados. As sugestões de avanço nesses estudos estariam ligadas a oportunidades de segmentação de elementos específicos, como o conteúdo dos contratos de investimento de capital de risco realizados no Brasil. A exploração desse conteúdo em comparação com elementos da teoria e com a realidade dos contratos firmados no mercado norte-americano poderia evidenciar as maneiras pelas quais os agentes econômicos brasileiros administram as relações econômicas e os conflitos aqui discutidos à luz do ambiente institucional e de mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGRAWAL, Anup e NAGARAJAN, Nandu J. Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. **Journal of Finance**. v. 45, n. 4, p. 1325-1331, set. 1999.

ALLEN, Franklin e WINTON, Andrew. Corporate Financial Structure, Incentives and Optimal Contracting. In: Jarrow, R. A, Maksimovic, V. and Ziemba, W. T (Eds). **North-Holland Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance**. New York: Elsevier, v. 9, capítulo 22, , p. 693-720, 1995.

AKERLOF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics Studies**. n. 84, p. 488-500, 1970.

BAKER, Malcon e WURGLER, JEFFREY. **Market Timing and Capital Structure**. *working paper* (SSRN), em 26/09/2001, June, 2001.

BARCLAY, Michael J. e SMITH, Clifford W., Jr. The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 12, n. 1, p. 8-19, 1999.

BARTLETT, Joseph W. **Fundamentals of Venture Capital**. Madison Books, 1999.

BERGER, Allen N. e UDELL, Gregory F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. **Journal of Banking and Finance**, v. 22 (6-8), p. 613-73, 1998.

BIGUS, Jochen. **Moral Hazard by Inside Investors in the Context of Venture Financing**. 2002.

BOEHMER, Ekkehart e LJUNGQVIST, Alexander P. **The Choice of Outside Equity: An Exploratory Analysis of Privately Held Firms**. *working paper* (SSRN), em 06/06/2001, April, 2001.

BRENNAN, Michael. Incentives, Rationality and Society. **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 7, n. 2: p. 31-39, set 1994.

CARPENTER, Robert E. e PETERSEN, Bruce C. Is The Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?. **The Review of Economics and Statistics**. v. 84, n. 2, p. 298-309, maio, 2001.

CASELANI, César Nazareno e PROCIANOY, Jairo Laser. Emissão de Ações: Fonte de Crescimento Financeiro ou Redutora do Risco Financeiro: Resultados Empíricos. **Revista da Administração**, v. 32, n. 3, p. 70-81, julho/setembro 1997.

CUMMING, Douglas J. e MACINTOSH, Jeffrey G. **Venture Capital Exits in Canada and the United States**, *working paper* (SSRN), em 14/06/2000, University of Alberta and University of Toronto, 2000.

_____. **Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital**, *working paper* (SSRN), em 09/05/2001, University of Alberta, September 2001.

FRIEND, Irwin e LANG, Larry H. P.. An Empirical Test of Impact of managerial Self – Interest on Corporate Capital Structure. **Journal of Finance**. v. 43, n. 2, p. 271-281, June, 1988.

GILSON, Ronald J. e BLACK, Bernard. Does Venture Capital Require an Active Stock Market? **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 11, n. 4, p. 36-48, winter 1999.

GLADSTONE, David. **Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Small Private Businesses for Outstanding Profits**. Prentice-Hall, 1988.

GOMPERS, Paul e LERNER, Josh. **The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth**. Harvard Business School Press: 2001.

_____. **The Venture Capital Cycle**. The Mit Press: Cambridge, Massachusetts, USA, 1999.

GRINBLATT, Mark e TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. Parte IV – Capital Structure, p. 485-602, 2001.

GUPTA, Udayan. **Done Deals Venture Capitalists Tell Their Stories**. HBS Press, 2000.

HARMON, Steve. **Zero Gravity: Riding Venture Capital from High-Tech Start-Up to Breakout IPO**. Bloomberg Press, 2000.

HARRIS, Milton e RAVIV, Artur. The Capital Budgeting Process: Incentives and Information. **Journal of Finance**, v. 51, n 4, p. 1139-1174, setembro 1996.

_____. The Theory of Capital Structure. **Journal of Finance**, v. 45, n 2, p. 321-349, 1990.

HELLMANN, Thomas e PURI, Manju. The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. **The Review of Financial Studies**, v. 13, n. 4, p. 959-984, 1990.

_____. **Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence**, *working paper* (SSRN), em 15/02/2001, Stanford University, 2000.

HELLMANN, Thomas. **Entrepreneurship and the Process of Obtaining Resource Commitments**, *working paper* (SSRN), em 25/04/2001, Stanford University, 2000.

HOUBEN, Eike. **Venture capital, double-sided adverse selection and double-sided moral hazard**, *working paper* (SSRN), em 21/07/2002, 2002.

JENSEN, Michael C. e MECKLING Willian H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,. **Journal of Financial Economics**.v. 3, n. 4, p. 305-360, 1974.

JENSEN, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, **American Economic Review**, v. 76, n 2, p. 323-329, 1996.

_____. Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory, **Journal of Applied Corporate Finance**. v.7, n 2, 1994.

KAPLAN, Steven N., e STRÖMBERG, Per. **Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts**, *working paper* (SSRN), em 18/04/2001, University of Chicago, 2000.

_____, Per. **Venture Capitalists As Principals: Contracting, Screening and Monitoring**, *working paper* (SSRN), em 24/04/2001, University of Chicago, 2000.

KORTUM, Samuel e LERNER, Josh. **Does Venture Capital Spur Innovation?** *Working paper* (NBER), Harvard University, 1998.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. **Law and Finance**. National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper* 5661, 1996.

MELLO, Antônio S. e PARSONS, John E. Measuring the Agency Cost of Debt. **Journal of Finance**. v. 45, n. 5, p. 1887-1904, 1992.

MOLHO, Ian. **The Economics of Information - Lying and Cheating in Markets and Organizations**. Blackwell Publishers, 1997.

MYERS, Stewart C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Financial**, n. 39, p. 575-592, 1984.

NUECHTERLEIN, Jeffrey D. **International Venture Capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe and Asia**. *whitepaper*, Global Venture Capital Association, 1999.

PROCIANOY, Jairo L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**. Fundação Getúlio Vargas. v. 34, n. 4, p. 74-84. Julho/Agosto 1994.

_____. Herdeiros: uma questão complicada. **Revista Abamec**. Ano 13, p. 40-41. Junho/Julho 1994.

RELATÓRIO STRATUS. Editor: Stratus Investimentos. **Brasil Venture News**, Ano III, nº 13, Dez/Jan. Rio de Janeiro, 2002.

SIEGEL, Sidney. **Estatística Não-Paramétrica para as Ciências do Comportamento**. McGraw Hill, 1956.

SCHMID, Frank A. **Equity Financing of the Entrepreneurial Firm**. Federal Reserve Bank of St. Louis. Review, p. 15-28. USA. November/December, 2001.

SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance, **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações**. São Paulo: Ediouro, 1986.

SMITH, Gordon. How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists. **The Journal of Private Equity**. v. 4, n. 2, p. 33-46, 2001.

STADLER, Macho e CASTILHO, Pérez. **An Introduction of the Economics of Information: Incentives and Contracts**. Oxford University Press: 1997.

STIGLITZ, Joseph E. **Information and the Change in the Paradigm in Economics**. Nobel Lecture, Columbia Business School, February, 2002.

TRIANANTIS, George G. **Financial Contract Design in The World of Venture Capital**. *working paper* (SSRN), em 15/02/2001, University of Chicago, 2001.

WHINCOP, Michael J. Entrepreneurial Governance (Chapter 4). In: Ashgate and Aldershot. **Bridging the Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance with Regulatory Policy**, 2001.

ANEXO A

PESQUISA DE CAMPO: QUESTIONÁRIO

- disponível no endereço eletrônico www.capitalderisco.com.br/questionario entre 15.05 e 15.06 de 2002 -

SEÇÃO 1
(perguntas 1 a 7)
CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

1. A sua empresa já recebeu algum tipo de aporte de recursos externos, ou seja, qualquer aporte que não o investimento dos sócios-executivos*, ao longo de sua história?

Sim
 Não

* Sócios-executivos referem-se aos sócios da empresa que trabalham diretamente no cotidiano dos negócios da empresa.

2. Caso a resposta à questão 1 tenha sido positiva, qual(is) o(s) tipo(s) de aporte de capital já recebido(s) pela sua empresa?

Empréstimo de familiares
 Capital de risco de familiares
 Empréstimo de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
 Capital de risco de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
 Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
 Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
 Capital de risco de investidor profissional*

(*) capital de risco profissional corresponde a um investimento na empresa realizado por um administrador de recursos de capital de risco que tenha essa atividade como seu principal negócio, de forma profissional e estruturada, com processos de análise e monitoramento conhecidos e orientados.

3. Se a sua empresa já recebeu aporte de capital de risco de investidor profissional, há quanto tempo foi realizada essa captação? (caso a sua empresa nunca tenha recebido essa modalidade de aporte, não responda a essa pergunta)

menos de 1 ano
 mais de 1 ano e até 2 anos
 mais de 2 anos e até 3 anos
 mais de 3 anos e até 4 anos
 mais de 4 anos

4. A sua empresa possui, atualmente, algum investidor de capital de risco profissional em seu quadro societário?

Sim
 Não

5. Se a resposta a questão 4 foi positiva, qual o percentual detido pelo investidor de capital de risco profissional?

0% a 10%
 11% a 30%
 31% a 50%
 51% a 70%
 71% a 90%
 mais de 90%

6. Independente das respostas anteriores, você tem a intenção de captar recursos de capital de risco no futuro?

Sim
 Não

7. Atualmente, a sua empresa está em processo de captação de recursos de capital de risco?

Sim
 Não

<p>SEÇÃO 2 (perguntas 8 a 16) IDENTIFICAÇÃO DA EMPRESA</p>

8. Idade da empresa

- até 1 ano
- mais de 1 ano e até 2 anos
- mais de 2 anos e até 3 anos
- mais de 3 anos e até 4 anos
- mais de 4 anos e até 5 anos
- mais de 5 anos e até 10 anos
- mais de 10 anos

9. Região de localização

- Sul
- Sudeste
- Centro-Oeste
- Norte
- Nordeste

10. Tamanho da empresa (em faturamento)

- sem faturamento
- menos de R\$ 500 mil de faturamento anual
- de R\$ 500 mil a menos de R\$ 1 milhão de faturamento anual
- de R\$ 1 milhão a menos de R\$ 3 milhões de faturamento anual
- de R\$ 3 milhões a menos de R\$ 5 milhões de faturamento anual
- de R\$ 5 milhões a menos de R\$ 10 milhões de faturamento anual
- de R\$ 10 milhões a R\$ 20 milhões de faturamento anual
- mais de R\$ 20 milhões de faturamento anual

11. Tamanho da empresa (em número de colaboradores*)

- até 5 colaboradores
- até 10 colaboradores
- até 20 colaboradores
- até 30 colaboradores
- até 40 colaboradores
- até 50 colaboradores
- até 100 colaboradores
- mais de 100 colaboradores

* Colaboradores referem-se, no caso, a todos as pessoas envolvidas diretamente na atividade cotidiana da empresa (sócios, executivos, gerentes, coordenadores, estagiários).

12. O(s) sócio(s) majoritário(s) é(são) o(s) principal(is) executivo(s) da empresa?

- Sim
- Não

13. Quantos são os (s) principal(is) sócio(s)* da empresa?

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- mais de 5

(*) Principais sócios, nesse caso, referem-se aos sócios que trabalham diariamente no negócio e que tem participação fundamental na operação cotidiana da empresa.

14. Existem executivos que trabalham na empresa que não são sócios?

- Sim
- Não

(*) Executivos, nesse caso, referem-se a profissionais em cargos igual ou acima do nível de gerência.

15. Se a resposta a pergunta 14 foi positiva, quantos são esses executivos?

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- mais de 5

16. Qual o percentual societário detido pelo(s) principal(is) sócio(s)* da empresa no capital total?

- 0% a 10%
- 11% a 30%
- 31% a 50%
- 51% a 70%
- 71% a 90%
- mais de 90%

(*) Principais sócios, nesse caso, referem-se aos sócios que trabalham diariamente no negócio e que tem participação fundamental na operação cotidiana da empresa.

<p>SEÇÃO 3 (perguntas 17 a 43) DECISÃO DO EMPRESÁRIO</p>

17. Você é um empresário detentor de 100% do capital de uma empresa com dois anos de vida e R\$ 500 mil de faturamento no último ano, em um mercado em expansão, e cujo negócio necessita de capitalização para seu crescimento. Na sua opinião como principal decisor dessa situação hipotética, dentre as nove alternativas apresentadas abaixo e subentendendo a perfeita e ilimitada oferta dessas fontes no mercado, qual seria a sua escolha como as cinco principais fontes de capital ideal para a empresa, sendo a primeira escolha a número 1 e a última escolha a número 5 (quatro alternativas ficam em branco):

- Capital pessoal
- Empréstimo de familiares
- Capital de risco de familiares
- Empréstimo de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
- Capital de risco de relacionamentos próximos (amigos, por exemplo)
- Caixa da empresa
- Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
- Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
- Capital de risco de investidor profissional

18. Na sua opinião, na mesma empresa e situação apresentada na questão número 17 e na figura de principal decisor, qual seria a sua escolha como fonte de capital ideal, existindo apenas as fontes Empréstimo Bancário (em nome da empresa) e Capital de Risco de Investidor Profissional?

- Empréstimo bancário (em nome da empresa)
- Capital de risco de investidor profissional

19. Qual o principal fator para sua decisão em relação à questão 18 acima?

- Risco
- Facilidade de captação
- Custo

20. Você é um empresário detentor de 100% do capital de uma empresa com cinco anos de vida e R\$ 7 milhões de faturamento no último ano, em um mercado em expansão, e cujo negócio necessita de capitalização para seu crescimento. Na sua opinião como principal decisor dessa situação hipotética, dentre as nove alternativas apresentadas abaixo e subentendendo a perfeita e ilimitada oferta dessas fontes no mercado, qual seria a sua escolha como as cinco principais fontes de capital ideal para a empresa, sendo a primeira escolha a número 1 e a última escolha a número 5 (quatro alternativas ficam em branco):

- Capital pessoal
- Empréstimo de familiares
- Capital de risco de familiares
- Empréstimo de relacionamentos próximos
- Capital de risco de relacionamentos próximos
- Caixa da empresa
- Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
- Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
- Capital de risco de investidor profissional

21. Na sua opinião, na mesma empresa e situação apresentada na questão número 20 e na figura de principal decisor, qual seria a sua escolha como fonte de capital ideal, existindo apenas as fontes Empréstimo Bancário e Capital de Risco de Investidor Profissional?

- Empréstimo bancário (em nome da empresa)
- Capital de risco de investidor profissional

22. Qual o principal fator para sua decisão em relação à questão 21 acima?

- Risco
- Facilidade de captação
- Custo

23. Você é um empresário detentor de 100% do capital de uma empresa com doze anos de vida e R\$ 20 milhões de faturamento no último ano, em um mercado em expansão, e cujo negócio necessita de capitalização para seu crescimento. Na sua opinião como principal decisor dessa situação hipotética, dentre as nove alternativas apresentadas abaixo e subentendendo a perfeita e ilimitada oferta dessas fontes no mercado, qual seria a sua escolha como as cinco principais fontes de capital ideal para a empresa, sendo a primeira escolha a número 1 e a última escolha a número 5 (quatro alternativas ficam em branco):
- Capital pessoal
 - Empréstimo de familiares
 - Capital de risco de familiares
 - Empréstimo de relacionamentos próximos
 - Capital de risco de relacionamentos próximos
 - Caixa da empresa
 - Empréstimo bancário tomado em nome do(s) principal(is) sócio(s)
 - Empréstimo bancário, tomado em nome da empresa
 - Capital de risco de investidor profissional
24. Na sua opinião, na mesma empresa e situação apresentada na questão número 23 e na figura de principal decisor, qual seria a sua escolha como fonte de capital ideal, existindo apenas as fontes Empréstimo Bancário e Capital de Risco de Investidor Profissional?
- Empréstimo bancário (em nome da empresa)
 - Capital de risco de investidor profissional
25. Qual o principal fator para sua decisão em relação à questão 24 acima?
- Risco
 - Facilidade de captação
 - Custo
26. Na definição da fonte de captação para financiar o crescimento de sua empresa, quais os três principais aspectos que são levados em consideração no processo decisório (sem considerar ordem de importância)?
- Custo do capital do investidor
 - Risco para os sócios originais
 - Risco para a empresa
 - Percepção do mercado (clientes, fornecedores)
 - Potencial geração de valor para a empresa pelo investidor
 - Grau de monitoramento da fonte captada na gestão da empresa
27. Se a sua única opção de captação fosse o capital de risco, aponte as quatro principais vantagens dessa modalidade de financiamento (sem considerar ordem de importância)?
- Impulso pela profissionalização da empresa
 - Menor risco para a empresa
 - Menor risco para os sócios
 - Custo do capital menor do que outras alternativas
 - Apoio estratégico do investidor no negócio
 - Maior pressão positiva na gestão
 - Maior capacidade de inovação
 - Possibilidade de supervalorização da empresa
 - Reputação trazida pelo investidor à empresa
28. Se a sua única opção de captação fosse o capital de risco, aponte as quatro principais desvantagens do financiamento através de capital de risco (sem considerar ordem de importância)?
- Custo do capital maior do que outras alternativas
 - Maior pressão negativa na gestão
 - Engessamento da administração da empresa
 - Maior risco para a empresa
 - Subvalorização da empresa
 - Maior risco para os sócios
 - Controle rigoroso da gestão
 - Necessidade de liquidez do investidor
29. Como empresário, você leva em consideração o custo relativo de impostos corporativos (impacto nas finanças da empresa) ao tomar a sua decisão de financiamento da empresa, na comparação das alternativas existentes no mercado?
- Levo em consideração
 - Não levo em consideração
30. Como empresário, você avalia o custo relativo de impostos pessoais (impacto nas finanças pessoais – dos sócios) ao tomar a sua decisão de financiamento da empresa, na comparação das alternativas existentes no mercado?
- Levo em consideração
 - Não levo em consideração

31. **O investimento de capital de risco sinaliza ao mercado elementos em relação ao valor de sua empresa. Na sua opinião, após receber um aporte de capital de risco, a média do mercado passa a acreditar que:**
- a empresa que recebeu o aporte vale mais
 - a empresa que recebeu o aporte vale a mesma coisa
 - a empresa que recebeu o aporte vale menos
32. **Você acredita que o investimento de capital de risco modifica o nível de profissionalização de uma empresa?**
- Sim
 - Não
33. **Caso a resposta acima (questão 32) tenha sido positiva, a modificação é positiva ou negativa na empresa?**
- Positiva, ou seja, aumenta o nível de profissionalização
 - Negativa, ou seja, decresce o nível de profissionalização
34. **Você acredita que o investimento de capital de risco modifica a capacidade de inovação de uma empresa?**
- Sim
 - Não
35. **Caso a resposta acima (questão 34) tenha sido positiva, a modificação é positiva ou negativa na empresa?**
- Positiva, ou seja, aumenta a capacidade de inovação
 - Negativa, ou seja, decresce a capacidade de inovação
36. **Você acredita que o investimento de capital de risco modifica a capacidade de crescimento de uma empresa?**
- Sim
 - Não
37. **Caso a resposta acima (questão 36) tenha sido positiva, a modificação é positiva ou negativa na empresa?**
- Positiva, ou seja, aumenta a capacidade de crescimento
 - Negativa, ou seja, decresce a capacidade de crescimento
38. **Você acredita que o investimento de capital de risco aumenta o poder de competição de uma empresa no mercado?**
- Sim
 - Não
39. **Caso a resposta acima (questão 38) tenha sido positiva, a modificação é positiva ou negativa na empresa?**
- Positiva, ou seja, aumenta o poder de competição
 - Negativa, ou seja, diminui o poder de competição
40. **A sua empresa realiza auditoria externa periódica dos seus números contábeis e financeiros?**
- Sim
 - Não
41. **Qual a periodicidade que o(s) principal(is) sócio(s) da empresa recebem informação gerenciais e contábeis da empresa?**
- Não recebem
 - Semanalmente
 - Mensalmente
 - Trimestralmente
 - Semestralmente
 - Anualmente
 - Período maior do que um ano
42. **Se a sua empresa possui algum sócio externo (não executivo), qual a periodicidade que esse sócio recebe informação gerenciais e contábeis da empresa?**
- A empresa não possui sócio não-executivo
 - Não recebe
 - Semanalmente
 - Mensalmente
 - Trimestralmente
 - Semestralmente
 - Anualmente
 - Período maior do que um ano
43. **Em relação às informações de uma empresa que possui um investidor de risco como sócio, não atuante na gestão cotidiana mas envolvido e interessado na evolução dos negócios, você entende justo:**
- fornecer todas as informações possíveis, de todas as áreas da empresa, assim que toma conhecimento delas, independente da gravidade ou nível estratégico.
 - fornecer algumas Informações de todas as áreas da empresa, após sua avaliação preliminar e filtragem.
 - fornecer todas as Informações econômico-financeiras possíveis, assim que toma conhecimento delas, independente da gravidade ou nível estratégico.
 - fornecer algumas Informações econômico-financeiras, após sua avaliação preliminar e filtragem.

ANEXO B

DADOS E TABELAS DA PESQUISA

METODOLOGIA UTILIZADA: ESTATÍSTICA DESCRITIVA.

Frequências simples de todas as questões (questões de resposta única e questões de múltipla resposta) e tabelas de dupla entrada (cruzamentos) nas questões 18 e 19; 21 e 22; 24 e 25.

P1 Sua empresa já recebeu algum tipo de aporte de recursos externos

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	17	68,0	68,0	68,0
Sim	8	32,0	32,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

Multiple Response

Group \$P_2\$ Tipos de aporte de capital já recebidos

Dichotomy label	Name	Count	Pct of Responses	Pct of Cases
Empréstimo de familiares	P_2.1	4	50,0	50,0
Capital de risco de relacionamentos próx	P_2.4	1	12,5	12,5
Empréstimo bancário em nome dos sócios	P_2.5	1	12,5	12,5
Empréstimo bancário em nome da empresa	P_2.6	1	12,5	12,5
Capital de risco de investidor professio	P_2.7	1	12,5	12,5
		-----	-----	-----
Total responses		8	100,0	100,0

17 missing cases; 8 valid cases

P_3 Há quanto tempo recebeu aporte de capital de risco de investidor profissional

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid menos de 1 ano	1	4,0	100,0	100,0
Missing Não se aplica	24	96,0		
Total	25	100,0		

P_4 Possui atualmente algum investidor de CR profissional em seu quadro societário

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	24	96,0	96,0	96,0
Sim	1	4,0	4,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_5 Qual o percentual detido pelo investidor de CR profissional

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 11% a 30%	1	4,0	100,0	100,0
Missing Não se aplica	24	96,0		
Total	25	100,0		

P_6 Tem a intenção de captar recursos de CR no futuro

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	2	8,0	8,0	8,0
Sim	23	92,0	92,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_7 Atualmente está em processo de captação de recursos de CR

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	16	64,0	64,0	64,0
Sim	9	36,0	36,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_8 Idade da empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid até 1 ano	7	28,0	28,0	28,0
mais de 1 até 2 anos	7	28,0	28,0	56,0
mais de 2 até 3 anos	5	20,0	20,0	76,0
mais de 3 até 4 anos	1	4,0	4,0	80,0
mais de 4 até 5 anos	1	4,0	4,0	84,0
mais de 5 até 10 anos	3	12,0	12,0	96,0
mais de 10 anos	1	4,0	4,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_9 Região de Localização

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Sul	9	36,0	36,0	36,0
Sudeste	5	20,0	20,0	56,0
Centro-oeste	1	4,0	4,0	60,0
Nordeste	10	40,0	40,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_10 Tamanho da empresa (em faturamento)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid sem faturamento	9	36,0	36,0	36,0
menos de R\$500 mil anuais	12	48,0	48,0	84,0
de R\$500 mil a menos de R\$ 1 milhão anuais	2	8,0	8,0	92,0
de R\$ 1 milhão a menos de R\$ 3 milhões anuais	1	4,0	4,0	96,0
de R\$ 3 milhões a menos de R\$ 5 milhões anuais	1	4,0	4,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_11 Tamanho da empresa (em nº de colaboradores)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid até 5 colaboradores	11	44,0	44,0	44,0
mais de 5 até 10 colab.	9	36,0	36,0	80,0
mais de 10 até 20 colab.	2	8,0	8,0	88,0
mais de 20 até 30 colab.	1	4,0	4,0	92,0
mais de 30 até 40 colab.	1	4,0	4,0	96,0
mais de 50 até 100 colab.	1	4,0	4,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_12 Os sócios majoritários são os principais executivos da empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Sim	25	100,0	100,0	100,0

P_13 Quantos são os principais sócios

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	3	12,0	12,0	12,0
2	8	32,0	32,0	44,0
3	9	36,0	36,0	80,0
4	3	12,0	12,0	92,0
5	2	8,0	8,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_14 Existem executivos que não são sócios

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	20	80,0	80,0	80,0
Sim	5	20,0	20,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_15 Quantos são estes executivos

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	2	8,0	40,0	40,0
2	3	12,0	60,0	100,0
Total	5	20,0	100,0	
Missing Não se aplica	20	80,0		
Total	25	100,0		

P_16 Qual o percentual societário detido pelo principal sócio no capital total

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 11% a 30%	1	4,0	4,0	4,0
31% a 50%	3	12,0	12,0	16,0
51% a 70%	3	12,0	12,0	28,0
71% a 90%	3	12,0	12,0	40,0
mais de 90%	15	60,0	60,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_17.1 Capital pessoal

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	8	32,0	38,1	38,1
2	9	36,0	42,9	81,0
3	1	4,0	4,8	85,7
4	1	4,0	4,8	90,5
5	2	8,0	9,5	100,0
Total	21	84,0	100,0	
Missing 0	4	16,0		
Total	25	100,0		

P_17.2 Empréstimo de familiares

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	2	8,0	28,6	28,6
	3	2	8,0	28,6	57,1
	4	2	8,0	28,6	85,7
	5	1	4,0	14,3	100,0
	Total	7	28,0	100,0	
Missing	0	18	72,0		
Total		25	100,0		

P_17.3 Capital de risco de familiares

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	4,0	11,1	11,1
	3	6	24,0	66,7	77,8
	4	2	8,0	22,2	100,0
	Total	9	36,0	100,0	
Missing	0	16	64,0		
Total		25	100,0		

P_17.4 Empréstimo de relacionamentos próximos

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	2	8,0	40,0	40,0
	5	3	12,0	60,0	100,0
	Total	5	20,0	100,0	
Missing	0	20	80,0		
Total		25	100,0		

P_17.5 Capital de risco de relacionamentos próximos

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	2	8,0	25,0	25,0
	4	4	16,0	50,0	75,0
	5	2	8,0	25,0	100,0
	Total	8	32,0	100,0	
Missing	0	17	68,0		
Total		25	100,0		

P_17.6 Caixa da Empresa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	9	36,0	45,0	45,0
	2	6	24,0	30,0	75,0
	3	1	4,0	5,0	80,0
	4	3	12,0	15,0	95,0
	5	1	4,0	5,0	100,0
Total		20	80,0	100,0	
Missing	0	5	20,0		
Total		25	100,0		

P_17.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	2	8,0	18,2	18,2
	4	3	12,0	27,3	45,5
	5	6	24,0	54,5	100,0
	Total	11	44,0	100,0	
Missing	0	14	56,0		
Total		25	100,0		

P_17.8 Empréstimo bancário em nome da empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 2	2	8,0	12,5	12,5
3	5	20,0	31,3	43,8
4	5	20,0	31,3	75,0
5	4	16,0	25,0	100,0
Total	16	64,0	100,0	
Missing 0	9	36,0		
Total	25	100,0		

P_17.9 Capital de risco de investidor profissional

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	9	36,0	37,5	37,5
2	2	8,0	8,3	45,8
3	5	20,0	20,8	66,7
4	3	12,0	12,5	79,2
5	5	20,0	20,8	100,0
Total	24	96,0	100,0	
Missing 0	1	4,0		
Total	25	100,0		

P_18 Escolha como fonte de capital ideal

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Empréstimo bancário em nome da empresa	6	24,0	24,0	24,0
Capital de Risco de investidor profissional	19	76,0	76,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_19 Principal fator para sua decisão de escolha

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Risco	10	40,0	40,0	40,0
Facilidade de captação	6	24,0	24,0	64,0
Custo	9	36,0	36,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

Crosstabs

P_19 Principal fator para sua decisão de escolha * P_18 Escolha como fonte de capital ideal
Crosstabulation

		P_18 Escolha como fonte de capital ideal		Total	
		Empréstimo bancário em nome da empresa	Capital de Risco de investidor profissional		
P_19 Principal fator para sua decisão de escolha	Risco	Count % within P_18 Escolha como fonte de capital ideal	2 33,3%	8 42,1%	10 40,0%
	Facilidade de captação	Count % within P_18 Escolha como fonte de capital ideal	3 50,0%	3 15,8%	6 24,0%
	Custo	Count % within P_18 Escolha como fonte de capital ideal	1 16,7%	8 42,1%	9 36,0%
Total	Count % within P_18 Escolha como fonte de capital ideal	6 100,0%	19 100,0%	25 100,0%	

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,131 ^a	2	,209
Likelihood Ratio	2,949	2	,229
Linear-by-Linear Association	,160	1	,689
N of Valid Cases	25		

a. 4 cells (66,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,44.

Obs.: O teste qui-quadrado não é válido neste caso por causa das freqüências esperadas menores do que 5, em 66,7% das células da tabela (o máximo aceitável é 20% das células).

P_20.1 Capital pessoal

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	3	12,0	15,0	15,0
2	9	36,0	45,0	60,0
3	5	20,0	25,0	85,0
4	3	12,0	15,0	100,0
Total	20	80,0	100,0	
Missing 0	5	20,0		
Total	25	100,0		

P_20.2 Empréstimo de familiares

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 2	2	8,0	40,0	40,0
5	3	12,0	60,0	100,0
Total	5	20,0	100,0	
Missing 0	20	80,0		
Total	25	100,0		

P_20.3 Capital de risco de familiares

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	4	16,0	66,7	66,7
	4	1	4,0	16,7	83,3
	5	1	4,0	16,7	100,0
	Total	6	24,0	100,0	
Missing	0	19	76,0		
Total		25	100,0		

P_20.4 Empréstimo de relacionamentos próximos

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	1	4,0	50,0	50,0
	4	1	4,0	50,0	100,0
	Total	2	8,0	100,0	
Missing	0	23	92,0		
Total		25	100,0		

P_20.5 Capital de risco de relacionamentos próximos

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	4,0	12,5	12,5
	4	4	16,0	50,0	62,5
	5	3	12,0	37,5	100,0
	Total	8	32,0	100,0	
Missing	0	17	68,0		
Total		25	100,0		

P_20.6 Caixa da Empresa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	10	40,0	50,0	50,0
	2	4	16,0	20,0	70,0
	3	3	12,0	15,0	85,0
	4	2	8,0	10,0	95,0
	5	1	4,0	5,0	100,0
	Total	20	80,0	100,0	
Missing	0	5	20,0		
Total		25	100,0		

P_20.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	3	12,0	23,1	23,1
	4	6	24,0	46,2	69,2
	5	4	16,0	30,8	100,0
	Total	13	52,0	100,0	
Missing	0	12	48,0		
Total		25	100,0		

P_20.8 Empréstimo bancário em nome da empresa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	4	16,0	19,0	19,0
	2	2	8,0	9,5	28,6
	3	6	24,0	28,6	57,1
	4	4	16,0	19,0	76,2
	5	5	20,0	23,8	100,0
	Total	21	84,0	100,0	
Missing	0	4	16,0		
	Total	25	100,0		

P_20.9 Capital de risco de investidor profissional

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	8	32,0	33,3	33,3
	2	3	12,0	12,5	45,8
	3	5	20,0	20,8	66,7
	4	2	8,0	8,3	75,0
	5	6	24,0	25,0	100,0
	Total	24	96,0	100,0	
Missing	0	1	4,0		
	Total	25	100,0		

P_21 Escolha como fonte de capital ideal

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Empréstimo bancário em nome da empresa	8	32,0	32,0	32,0
	Capital de Risco de investidor profissional	17	68,0	68,0	100,0
	Total	25	100,0	100,0	

P_22 Principal fator para sua decisão de escolha

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Risco	7	28,0	28,0	28,0
	Facilidade de captação	8	32,0	32,0	60,0
	Custo	10	40,0	40,0	100,0
	Total	25	100,0	100,0	

Crosstabs

P_22 Principal fator para sua decisão de escolha * P_21 Escolha como fonte de capital ideal
Crosstabulation

		P_21 Escolha como fonte de capital ideal		Total	
		Empréstimo bancário em nome da empresa	Capital de Risco de investidor profissional		
P_22 Principal fator para sua decisão de escolha	Risco	Count % within P_21 Escolha como fonte de capital ideal	2 25,0%	5 29,4%	7 28,0%
	Facilidade de captação	Count % within P_21 Escolha como fonte de capital ideal	4 50,0%	4 23,5%	8 32,0%
	Custo	Count % within P_21 Escolha como fonte de capital ideal	2 25,0%	8 47,1%	10 40,0%
Total		Count % within P_21 Escolha como fonte de capital ideal	8 100,0%	17 100,0%	25 100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,891 ^a	2	,389
Likelihood Ratio	1,869	2	,393
Linear-by-Linear Association	,244	1	,621
N of Valid Cases	25		

a. 4 cells (66,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2,24.

Obs.: O teste qui-quadrado não é válido neste caso por causa das frequências esperadas menores do que 5, em 66,7% das células da tabela (o máximo aceitável é 20% das células).

P_23.1 Capital pessoal

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 1	1	4,0	5,3	5,3
2	8	32,0	42,1	47,4
3	4	16,0	21,1	68,4
4	2	8,0	10,5	78,9
5	4	16,0	21,1	100,0
Total	19	76,0	100,0	
Missing 0	6	24,0		
Total	25	100,0		

P_23.2 Empréstimo de familiares

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 2	1	4,0	25,0	25,0
3	1	4,0	25,0	50,0
5	2	8,0	50,0	100,0
Total	4	16,0	100,0	
Missing 0	21	84,0		
Total	25	100,0		

P_23.3 Capital de risco de familiares

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	4	16,0	100,0
Missing	0	21	84,0	
Total		25	100,0	

P_23.4 Empréstimo de relacionamentos próximos

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	1	4,0	100,0
Missing	0	24	96,0	
Total		25	100,0	

P_23.5 Capital de risco de relacionamentos próximos

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	4,0	14,3
	4	5	20,0	71,4
	5	1	4,0	14,3
Total		7	28,0	100,0
Missing	0	18	72,0	
Total		25	100,0	

P_23.6 Caixa da Empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	11	44,0	55,0
	2	5	20,0	80,0
	4	3	12,0	95,0
	5	1	4,0	100,0
Total		20	80,0	
Missing	0	5	20,0	
Total		25	100,0	

P_23.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	3	12,0	25,0
	4	5	20,0	41,7
	5	4	16,0	33,3
Total		12	48,0	100,0
Missing	0	13	52,0	
Total		25	100,0	

P_23.8 Empréstimo bancário em nome da empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	3	12,0	15,8
	2	5	20,0	26,3
	3	6	24,0	31,6
	4	3	12,0	15,8
	5	2	8,0	10,5
Total		19	76,0	100,0
Missing	0	6	24,0	
Total		25	100,0	

P_23.9 Capital de risco de investidor profissional

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	8	32,0	36,4	36,4
	2	2	8,0	9,1	45,5
	3	3	12,0	13,6	59,1
	4	3	12,0	13,6	72,7
	5	6	24,0	27,3	100,0
	Total	22	88,0	100,0	
Missing	0	3	12,0		
Total		25	100,0		

P_24 Escolha como fonte de capital ideal

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Empréstimo bancário em nome da empresa	11	44,0	45,8	45,8
	Capital de Risco de investidor profissional	13	52,0	54,2	100,0
	Total	24	96,0	100,0	
Missing	Não respondeu	1	4,0		
Total		25	100,0		

P_25 Principal fator para sua decisão de escolha

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Risco	8	32,0	34,8	34,8
	Facilidade de captação	5	20,0	21,7	56,5
	Custo	10	40,0	43,5	100,0
	Total	23	92,0	100,0	
Missing	Não respondeu	2	8,0		
Total		25	100,0		

Crosstabs

P_25 Principal fator para sua decisão de escolha * P_24 Escolha como fonte de capital ideal
Crosstabulation

		P_24 Escolha como fonte de capital ideal		Total	
		Empréstimo bancário em nome da empresa	Capital de Risco de investidor profissional		
P_25 Principal fator para sua decisão de escolha	Risco	Count % within P_24 Escolha como fonte de capital ideal	3 30,0%	5 38,5%	8 34,8%
	Facilidade de captação	Count % within P_24 Escolha como fonte de capital ideal	3 30,0%	2 15,4%	5 21,7%
	Custo	Count % within P_24 Escolha como fonte de capital ideal	4 40,0%	6 46,2%	10 43,5%
Total		Count % within P_24 Escolha como fonte de capital ideal	10 100,0%	13 100,0%	23 100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,721 ^a	2	,697
Likelihood Ratio	,717	2	,699
Linear-by-Linear Association	,004	1	,951
N of Valid Cases	23		

a. 5 cells (83,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2,17.

Obs.: O teste qui-quadrado não é válido neste caso por causa das frequências esperadas menores do que 5, em 83,3% das células da tabela (o máximo aceitável é 20% das células).

Multiple Response

Group \$P_26 Principais aspectos - fonte de captação

Dichotomy label	Name	Count	Pct of Responses	Pct of Cases
Custo do capital do investidor	P_26.1	17	23,0	68,0
Risco para os sócios originais	P_26.2	7	9,5	28,0
Risco para a empresa	P_26.3	17	23,0	68,0
Percepção do mercado (clientes, forneced	P_26.4	10	13,5	40,0
Potencial geração de valor para a empres	P_26.5	18	24,3	72,0
Grau de monitoramento da fonte captadora	P_26.6	5	6,8	20,0
Total responses		74	100,0	296,0

0 missing cases; 25 valid cases

Group \$P_27 Principais vantagens do CR

Dichotomy label	Name	Count	Pct of Responses	Pct of Cases
Impulso pela profissionalização da empre	P_27.1	17	17,7	68,0
Menor risco para a empresa	P_27.2	10	10,4	40,0
Menor risco para os sócios	P_27.3	6	6,3	24,0
Custo do capital menor do que outras alt	P_27.4	10	10,4	40,0
Apoio estratégico do investidor no negóc	P_27.5	19	19,8	76,0
Maior pressão positiva na gestão	P_27.6	8	8,3	32,0
Maior capacidade de inovação	P_27.7	8	8,3	32,0
Possibilidade de supervalorização da emp	P_27.8	8	8,3	32,0
Reputação trazida pelo investidor à empr	P_27.9	10	10,4	40,0
		-----	-----	-----
	Total responses	96	100,0	384,0

0 missing cases; 25 valid cases

Group \$P_28 Principais desvantagens do CR

Dichotomy label	Name	Count	Pct of Responses	Pct of Cases
Custo do capital maior do que outras alt	P_28.1	9	9,4	36,0
Maior pressão negativa na gestão	P_28.2	13	13,5	52,0
Engessamento da administração da empresa	P_28.3	20	20,8	80,0
Maior risco para a empresa	P_28.4	5	5,2	20,0
Subvalorização da empresa	P_28.5	9	9,4	36,0
Maior risco para os sócios	P_28.6	9	9,4	36,0
Controle rigoroso da gestão	P_28.7	10	10,4	40,0
Necessidade de liquidez do investidor	P_28.8	21	21,9	84,0
		-----	-----	-----
	Total responses	96	100,0	384,0

0 missing cases; 25 valid cases

P_29 Leva em consideração o custo relativo de impostos corporativos ao tomar decisão ...

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não levo em consideração	4	16,0	16,0	16,0
Levo em consideração	21	84,0	84,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_30 Avalia o custo relativo de impostos pessoais ao tomar decisão de financiamento ...

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não levo em consideração	10	40,0	40,0	40,0
Levo em consideração	15	60,0	60,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_31 Após receber um aporte de CR, a média do mercado passa a acreditar que:

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid A empresa vale mais	23	92,0	92,0	92,0
A empresa vale a mesma coisa	2	8,0	8,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_32 O investimento de CR modifica o nível de profissionalização de uma empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	2	8,0	8,0	8,0
Sim	23	92,0	92,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_33 A modificação é positiva ou negativa na empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Positiva, aumenta o nível de profission.	23	92,0	100,0	100,0
Missing Não se aplica	2	8,0		
Total	25	100,0		

P_34 Você acredita que o investimento de CR modifica a capacidade de inovação

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	4	16,0	16,0	16,0
Sim	21	84,0	84,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_35 A modificação é positiva ou negativa na empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Negativa, decresce a capacidade de inovação	6	24,0	28,6	28,6
Positiva, aumenta a capacidade de inovação	15	60,0	71,4	100,0
Total	21	84,0	100,0	
Missing Não se aplica	4	16,0		
Total	25	100,0		

P_36 Você acredita que o investimento de CR modifica a capacidade de crescimento

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Sim	25	100,0	100,0	100,0

P_37 A modificação é positiva ou negativa na empresa

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Positiva, aumenta a capacidade de crescimento	25	100,0	100,0	100,0

P_38 Você acredita que o investimento de CR aumenta o poder de competição

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Não	2	8,0	8,0	8,0
Sim	23	92,0	92,0	100,0
Total	25	100,0	100,0	

P_39 A modificação é positiva ou negativa na empresa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Negativa, diminui o poder de competição	1	4,0	4,3	4,3
	Positiva, aumenta o poder de competição	22	88,0	95,7	100,0
Total		23	92,0	100,0	
Missing	Não se aplica	2	8,0		
Total		25	100,0		

P_40 A sua empresa realiza auditoria externa dos números contábeis e financeiros

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Não	23	92,0	92,0	92,0
	Sim	2	8,0	8,0	100,0
Total		25	100,0	100,0	

P_41 Qual a periodicidade que os sócios recebem informações gerenciais e contábeis

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Não recebem	1	4,0	4,2	4,2
	Semanalmente	11	44,0	45,8	50,0
	Mensalmente	9	36,0	37,5	87,5
	Trimestralmente	2	8,0	8,3	95,8
	Período maior que um ano	1	4,0	4,2	100,0
Total		24	96,0	100,0	
Missing	Não respondeu	1	4,0		
Total		25	100,0		

P_42 Qual a periodicidade que o sócio externo recebe informações gerenciais e contábeis

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Não possui sócio não corporativo	19	76,0	86,4	86,4
	Semanalmente	1	4,0	4,5	90,9
	Mensalmente	2	8,0	9,1	100,0
	Total	22	88,0	100,0	
Missing	Sem resposta	3	12,0		
Total		25	100,0		

P_43 Em relação às informações, você entende justo:

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Fornecer todas as informações possíveis	12	48,0	48,0	48,0
	Fornecer algumas informações	8	32,0	32,0	80,0
	Fornecer todas as informações econômico-financeiras	5	20,0	20,0	100,0
Total		25	100,0	100,0	

ANEXO C

TESTES DAS QUESTÕES 17 a 25

METODOLOGIA: ESTATÍSTICA INFERENCIAL

1) TESTE NÃO-PARAMÉTRICO DE FRIEDMAN, PARA K AMOSTRAS RELACIONADAS (VARIÁVEIS EM ESCALA ORDINAL).

Verificar se existem diferenças significativas entre os itens apresentados nas questões 17, 20 e 23. Estes itens foram ordenados pelos respondentes de acordo com a sua prioridade de escolha, tendo a primeira escolha recebido o posto 1 e a última escolha o posto 5. Como existem nove itens em cada questão, para efeitos do teste, os quatro itens não assinalados pelos respondentes receberam o valor 6, ficando desta forma empatados na ordenação dos itens.

QUESTÃO 17

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
P_17.1 Capital pessoal	25	2,68	1,86	1	6
P_17.2 Empréstimo de familiares	25	5,24	1,36	2	6
P_17.3 Capital de risco de familiares	25	4,96	1,46	2	6
P_17.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	25	5,64	,86	3	6
P_17.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	25	5,28	1,24	2	6
P_17.6 Caixa da Empresa	25	2,84	1,97	1	6
P_17.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	25	5,28	,98	3	6
P_17.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	25	4,52	1,39	2	6
P_17.9 Capital de risco de investidor profissional	25	2,84	1,70	1	6

Friedman Test

Ranks

	Mean Rank
P_17.1 Capital pessoal	2,84
P_17.2 Empréstimo de familiares	6,24
P_17.3 Capital de risco de familiares	5,84
P_17.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	6,76
P_17.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	6,22
P_17.6 Caixa da Empresa	3,08
P_17.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	6,08
P_17.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	5,02
P_17.9 Capital de risco de investidor profissional	2,92

Test Statistics^a

N	25
Chi-Square	77,287
df	8
Asymp. Sig.	,000

a. Friedman Test

Interpretação do teste:

Dado que o valor Asymp. Sig. ($p < 0,001$) é menor que 0,05 (neste caso também é menor que 0,01), conclui-se que há diferença significativa entre pelo menos dois dos itens da questão 17 (rejeita-se a hipótese de que todos os itens são igualmente preferidos). A ordenação dos itens pelos postos médios (Mean Rank) apresentados no quadro acima indica quais os itens preferidos, de acordo com esta amostra.

QUESTÃO 20

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
P_20.1 Capital pessoal	25	3,12	1,69	1	6
P_20.2 Empréstimo de familiares	25	5,56	1,12	2	6
P_20.3 Capital de risco de familiares	25	5,40	1,15	3	6
P_20.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	25	5,80	,71	3	6
P_20.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	25	5,40	1,04	2	6
P_20.6 Caixa da Empresa	25	2,80	1,98	1	6
P_20.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	25	4,88	1,36	2	6
P_20.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	25	3,64	1,68	1	6
P_20.9 Capital de risco de investidor profissional	25	2,92	1,71	1	6

Friedman Test

Ranks

	Mean Rank
P_20.1 Capital pessoal	3,30
P_20.2 Empréstimo de familiares	6,64
P_20.3 Capital de risco de familiares	6,42
P_20.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	7,06
P_20.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	6,30
P_20.6 Caixa da Empresa	3,02
P_20.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	5,48
P_20.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	3,80
P_20.9 Capital de risco de investidor profissional	2,98

Test Statistics^a

N	25
Chi-Square	87,517
df	8
Asymp. Sig.	,000

a. Friedman Test

Interpretação do teste:

Dado que o valor Asymp. Sig. ($p < 0,001$) é menor que 0,05 (neste caso também é menor que 0,01), conclui-se que há diferença significativa entre pelo menos dois dos itens da questão 20 (rejeita-se a hipótese de que todos os itens são igualmente preferidos). A ordenação dos itens pelos postos médios (Mean Rank) apresentados no quadro acima indica quais os itens preferidos, de acordo com esta amostra.

QUESTÃO 23

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
P_23.1 Capital pessoal	25	3,72	1,72	1	6
P_23.2 Empréstimo de familiares	25	5,64	,99	2	6
P_23.3 Capital de risco de familiares	25	5,52	1,12	3	6
P_23.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	25	5,88	,60	3	6
P_23.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	25	5,40	1,08	2	6
P_23.6 Caixa da Empresa	25	2,72	2,03	1	6
P_23.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	25	5,08	1,12	3	6
P_23.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	25	3,56	1,76	1	6
P_23.9 Capital de risco de investidor profissional	25	3,24	1,90	1	6

Friedman Test

Ranks

	Mean Rank
P_23.1 Capital pessoal	3,74
P_23.2 Empréstimo de familiares	6,56
P_23.3 Capital de risco de familiares	6,44
P_23.4 Empréstimo de relacionamentos próximos	6,98
P_23.5 Capital de risco de relacionamentos próximos	6,14
P_23.6 Caixa da Empresa	2,74
P_23.7 Empréstimo bancário em nome dos sócios	5,54
P_23.8 Empréstimo bancário em nome da empresa	3,64
P_23.9 Capital de risco de investidor profissional	3,22

Test Statistics^a

N	25
Chi-Square	89,765
df	8
Asymp. Sig.	,000

a. Friedman Test

Interpretação do teste:

Dado que o valor Asymp. Sig. ($p < 0,001$) é menor que 0,05 (neste caso também é menor que 0,01), conclui-se que há diferença significativa entre pelo menos dois dos itens da questão 23 (rejeita-se a hipótese de que todos os itens são igualmente preferidos). A ordenação dos itens pelos postos médios (Mean Rank) apresentados no quadro acima indica quais os itens preferidos, de acordo com esta amostra.

2) TESTE NÃO-PARAMÉTRICO DE COCHRAN, PARA K AMOSTRAS RELACIONADAS (VARIÁVEIS DICOTÔMICAS).

Através do Teste de Cochran procuramos verificar se existem diferenças significativas entre as proporções de empresas que indicaram o “capital de risco de investidor profissional” nas questões 18, 21 e 24²⁴. As proporções de empresas que indicaram o “capital de risco de investidor profissional” nas questões 18, 21 e 24 são 75%, 71% e 54%, respectivamente.

NPar Tests

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
P_18 Escolha como fonte de capital ideal	24	,75	,44	0	1
P_21 Escolha como fonte de capital ideal	24	,71	,46	0	1
P_24 Escolha como fonte de capital ideal	24	,54	,51	0	1

Cochran Test

Frequencies

	Value	
	0	1
P_18 Escolha como fonte de capital idea	6	18
P_21 Escolha como fonte de capital idea	7	17
P_24 Escolha como fonte de capital idea	11	13

Test Statistics

N	24
Cochran's Q	6,000 ^a
df	2
Asymp. Sig.	,050

a. 1 is treated as a success.

Interpretação do teste:

Dado que o valor Asymp. Sig. ($p = 0,050$) é igual a 0,05, conclui-se que há diferença significativa entre pelo menos duas das proporções observadas nas questões 18, 21 e 24 (rejeita-se a hipótese de que todas as proporções são iguais).

²⁴ Como não há resposta para uma empresa na questão 24, esta empresa foi excluída na realização do Teste de Cochran (o teste exige que todas as variáveis tenham respostas válidas).

3) TESTE NÃO-PARAMÉTRICO DA HOMOGENEIDADE MARGINAL, PARA 2 AMOSTRAS RELACIONADAS (VARIÁVEIS EM ESCALA NOMINAL COM MAIS DE DUAS CATEGORIAS).

Verificar se existem diferenças significativas entre as respostas nas questões 19, 22 e 25. As diferenças são verificadas duas a duas, ou seja: questão 19 x questão 22; questão 19 x questão 25 e questão 22 x questão 25. Este teste é adequado para identificar mudanças nas respostas em estudos do tipo antes-e-depois, onde a mesma pessoa responde a uma determinada questão em duas situações diferentes.

NPar Tests

Marginal Homogeneity Test

	P_19 Principal fator para sua decisão de escolha & P_22 Principal fator para sua decisão de escolha	P_22 Principal fator para sua decisão de escolha & P_25 Principal fator para sua decisão de escolha
Distinct Values	3	3
Off-Diagonal Cases	6	5
Observed MH Statistic	14,000	6,000
Mean MH Statistic	12,000	6,500
Std. Deviation of MH Statistic	1,225	,866
Std. MH Statistic	1,633	-,577
Asymp. Sig. (2-tailed)	,102	,564

NPar Tests

Marginal Homogeneity Test

	P_19 Principal fator para sua decisão de escolha & P_25 Principal fator para sua decisão de escolha
Distinct Values	3
Off-Diagonal Cases	7
Observed MH Statistic	13,000
Mean MH Statistic	12,000
Std. Deviation of MH Statistic	1,414
Std. MH Statistic	,707
Asymp. Sig. (2-tailed)	,480

Interpretação do teste:

Dado que o valor Asymp. Sig. (2-tailed), nas três comparações realizadas, foi maior do que 0,05, conclui-se que não há diferença significativa entre as respostas dadas às questões 19, 22 e 25.

