

Venture Capital e Private Equity: apenas capital financeiro ou muito mais do que isso? O caso de três empresas do Sul do Brasil.

Venture Capital and Private Equity: only financial capital or much more? The case of three companies in southern Brazil.

Gabriela de Salles van der Linden¹, Francisco Antonio Mesquita Zanini², João Zani³, Carlos Alberto Diehl⁴

Resumo

A ascensão do mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* (Capital de Risco) no Brasil e no mundo, aliada ao grande número de empresas emergentes que necessitam de aporte de capital e melhoria em sua gestão, desperta a necessidade de maiores pesquisas na área, haja visto que em nosso país são poucas as publicações com este enfoque. O presente trabalho busca verificar alguns aspectos do impacto ocorrido em empresas que receberam esse tipo de fundo. Trata-se de pesquisa de caráter exploratório, cujos dados foram coletados através de estudo de casos múltiplos. Primeiro, contactou-se uma gestora de fundos de investimentos, com objetivo de identificar o processo utilizado pela mesma desde a seleção das empresas a serem investidas, até as intervenções realizadas nestas mesmas. Após, foi feita a verificação de como esse processo ocorreu sob a perspectiva dos gestores de três empresas que receberam o investimento. Na realização da pesquisa de campo utilizou-se um roteiro pré-estruturado que abordou os principais conceitos revisados na literatura. Os resultados obtidos indicam que de forma geral as três empresas estudadas tiveram uma avaliação positiva da entrada do fundo. Entretanto, verificou-se que as diferenças quanto ao porte, ao modelo de gestão e ao próprio desempenho das empresas após o investimento, influenciam fortemente o relacionamento e o próprio acompanhamento das empresas investidas por parte do fundo de investimentos.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Processos gerenciais. Governança corporativa.

¹ Gabriela de Salles Van der Linden, Graduada em Administração de Empresas;

² Francisco Antônio Mesquita Zanini, Doutor em Contabilidade e Organização de Empresas pela Universidade Autónoma de Madrid, professor do PPG em Ciências Contábeis da UNISINOS, residente à Rua Anita Garibaldi, 1921, apto 408, Bairro Boa Vista, Porto Alegre – RS, e-mail: fzanini@unisinos.br, fone 51.3379.0711;

³ João Zani, Doutor em Administração pela UFRGS, professor do PPG em Ciências Contábeis na UNISINOS;

⁴ Carlos Alberto Diehl, Doutor em Engenharia de produção pela UFSC, professor do PPG em Ciências Contábeis da UNISINOS.

Abstract

The increasing market of Private Equity and Venture Capital in Brazil and in the world, allied with the growing number of emerging companies that need money and management improve, awakes the necessity of more researches in this field, due to in Brazil are few publications with this approach. The following article aim to identify some improvements observed in companies that have received this kind of investment found. It is an exploratory research, which data were collected through a multiple case study. First, a private equity fund was contacted, to identify the process since the companies' selection until the interventions that were made by the investor in the companies. Then, this process was analyzed on managers' of the three invested companies' perspective. On the case study a pre-structured questionnaire, which approached the main issues in the literature, was used. The results show that generally the three companies had a good valuation about the investment fund. However, the differences of the companies size, the management model and the own perform of the companies after the investment have a strong influence on the way that the private equity fund act on the monitoring of the invested companies.

Keywords: Private equity funds. Management processes. Corporate governance.

Introdução

O Brasil possui a maior economia da América Latina, com uma população de aproximadamente 184 milhões de habitantes. Possui um mercado mais de 2,5 vezes maior que os mercados do México e da Argentina. Entretanto, as taxas de investimento nos últimos 10 anos são baixas, menores do que 20% do PIB (Produto interno bruto), fato que justifica o seu lento crescimento, principalmente se comparado aos países asiáticos (MARIZ e SAVOIA, 2005). Por outro lado, o caráter diversificado da sua economia apresenta muitas oportunidades de investimentos que nem sempre são aproveitadas. Ao mesmo tempo em que as grandes corporações possuem diversas opções de acesso a recursos financeiros, seja por meio de oferta de crédito bancário ou por oferta de recursos no mercado de capitais, empresas de pequeno e médio porte muitas vezes têm seu potencial de crescimento restringido por falta de conhecimento dos recursos disponíveis e/ou pelo seu custo elevado (SHINOHARA, 2007).

Dessa forma, verificam-se várias oportunidades de crescimento em alguns setores e regiões, onde são identificados fatores como: a necessidade de capital por parte das pequenas e médias empresas, o desenvolvimento de novas tecnologias, o elevado número de empresas familiares, o espírito empreendedor dos brasileiros e as mudanças no ambiente econômico que indicam uma forte oportunidade de investimento para os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC). Esse tipo

de investimento é conhecido no Brasil como capital de risco, que se caracteriza pela participação do investidor na capitalização da empresa ao comprar uma participação acionária geralmente minoritária. Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) afirmam que a atividade de PE/VC pode atuar como um importante provedor de fundos para novas empresas e para parcerias público-privadas.

No sistema financeiro, a atividade de PE/VC se apresenta como uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos, como os empréstimos bancários. Gestores de PE/VC são agentes melhor adaptados para suavizar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro, ou com poucos ativos tangíveis que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno, que só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos. Segundo Ribeiro e Carvalho (2008) os gestores de PE/VC participam da gestão das empresas em que investem, influenciando as decisões estratégicas e a própria governança corporativa.

Nos países onde a atividade de PE/VC existe há mais tempo seu impacto na economia é notável sob vários os aspectos. Nos Estados Unidos, por exemplo, empresas financiadas por PE/VC apresentaram, em 2003, o dobro da receita, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total, quando comparadas às demais empresas (RIBEIRO E CARVALHO, 2008).

Nota-se que o mercado de PE/VC representa uma importante fonte de recursos, tanto para empresas em estágio inicial, quanto para as de médio porte, além daquelas que se apresentam em fases de reestruturação financeira (*turnaround*). Esse mercado tem sido a atividade de finanças corporativas que mais cresce no mundo. Hoje em dia, estima-se que o mercado de PE/VC equivale a quase 20% dos saldos de empréstimos bancários comerciais no mundo (SHINOHARA, 2007). Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) complementam essa perspectiva ao afirmar que os anos de 2004 e 2005 marcam o início do segundo ciclo da indústria brasileira de PE/VC. Das 16 ofertas públicas iniciais de ações (no mercado chamadas normalmente IPO, do inglês *Initial Public Offerings*) que ocorreram no mercado acionário nesses dois anos, nove empresas foram financiadas por PE/VC.

O fortalecimento do mercado acionário tem contribuído substancialmente para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa no Brasil. No entanto, nota-se que ainda há muito para melhorar nessa área. Camões (2007) sustenta que um dos recursos mais escassos no Brasil é a capacidade gerencial dos empreendedores. Domingues e Ohayon (2006) citam como agravante a falta de cultura do PE/VC no Brasil, tanto por parte dos investidores como pelos

empreendedores. Dadas estas considerações é possível perceber que os fundos de PE/VC podem efetivamente contribuir para o crescimento e modernização das empresas emergentes, seja por meio do aporte de capital, seja também, e não menos importante, pelo aporte de capacidade gerencial, suprimindo a reconhecida carência de profissionalização de muitos gestores de pequenas e médias empresas com elevado potencial de crescimento.

A partir dessa premissa, o presente estudo tem como objetivo central buscar identificar a forma como ocorre o aporte gerencial de gestores de fundos de investimentos nas empresas investidas, bem como o efeito surgido a partir das intervenções efetivamente postas em prática. Para alcançar esse propósito, os seguintes objetivos específicos foram definidos: (i) descrever o processo de investimento; (ii) identificar as frentes nas quais a gestora de fundos se envolve nas empresas investidas; (iii) verificar as mudanças gerenciais decorrentes das intervenções da gestora de fundos nas empresas analisadas (iv) comparar o modo como a gestora de fundos atuou na etapa de monitoramento em três empresas, cujos estágios de desenvolvimento e perfis de negócios diferem-se entre si.

Como justificativa do estudo, verifica-se a importância da realização de trabalhos na área de capital de risco, tanto no ponto de vista empresarial, pois se trata de um mercado que apresenta importante contribuição para o crescimento sustentando e profissional de empresas, quanto sob a perspectiva acadêmica, pois esse tema ainda é pouco explorado nas universidades brasileiras. Aliado a isso se percebe a falta de cultura de PE/VC no Brasil e o desconhecimento dessa forma de investimento pelos empresários. Sendo assim, este trabalho também pode contribuir para um melhor entendimento do mercado de capital de risco, demonstrando na prática quais são as principais formas de intervenção dos gestores de fundos e os respectivos resultados nos processos gerenciais das empresas que receberam o investimento.

O método da pesquisa consiste em um estudo de casos múltiplos, em que se analisou a forma como ocorre o investimento em PE/VC a partir da perspectiva de uma gestora de fundos de investimentos e os resultados das suas intervenções em três empresas que receberam investimentos. Para isso, entrevistaram-se: um analista de investimentos da gestora de fundos e os diretores financeiros de três empresas que receberam o investimento. O presente artigo está dividido da seguinte forma: a próxima seção apresenta a fundamentação teórica; na seção seguinte apresenta-se a metodologia seguida; adiante se apresentam as empresas estudadas; depois, a descrição e análise dos dados obtidos no campo, para, finalmente, apresentar as conclusões do estudo.

A Indústria de *private equity* e *venture capital*

Inicialmente, se faz necessário definir o conceito de capital de risco para que haja uma melhor compreensão do que vêm a ser mais especificamente *Venture Capital* e *Private Equity*. Capital de risco refere-se a uma atividade de participação no capital de uma empresa, em geral nova, que acentua o aspecto dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado. O termo capital de risco advém de *capital risque*, tradução francesa para a expressão *Venture Capital*, que tem origem anglo-saxônica (TAKAHASHI, 2006).

O termo *Venture Capital* geralmente é utilizado para definir o financiamento de novos negócios (*start-ups*) nas transações que envolvem diretamente um grupo empreendedor, o qual detém um projeto ou uma idéia, e um grupo provedor de capital que acompanha e apóia o processo de gestão empresarial. Já os investimentos em *Private Equity* são realizados em empresas emergentes, em que são estabelecidos acordos contratuais privados entre investidores e gestores. Típicas empresas que recebem esse tipo de investimento ainda não se encontram no estágio de acesso ao mercado público de capitais (TAKAHASHI, 2006).

Geralmente, os termos *Venture Capital* e *Private Equity* são tratados de modo semelhante, cuja utilização pode ser intercambiável. Neste trabalho, os termos são abordados dessa forma, e utiliza-se a sigla PE/VC para fazer referência a tais nomenclaturas.

Outra definição importante é a de fundo de PE/VC. Shinohara (2007), por exemplo, define um fundo de PE/VC como um ou mais veículos de investimentos geridos por profissionais qualificados, que reúnem investidores dispostos a adquirir, sob a forma de um fundo, a participação (majoritária ou minoritária) em empresas de capital fechado. O fundo tem como objetivo agregar valor ao negócio por um determinado período de tempo, que, em geral, é de 5 a 8 anos.

Um Breve Histórico da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*

A indústria de capital de risco teve início formal na década de 40 do século passado nos Estados Unidos. No entanto, esses investimentos tornaram-se relevantes a partir da década de 70. Pioneiros nesse negócio, os Estados Unidos são a principal referência da indústria mundial de PE/VC (RIECHE e SANTOS, 2006).

As primeiras experiências nesse mercado já demonstraram que, além dos recursos financeiros, é fundamental que as gestoras de fundos ofereçam acompanhamento gerencial às empresas investidas, pois em geral os responsáveis por essas não possuem experiência e formação em gestão. Nota-se, também, que a capacidade de inovação da economia e a estruturação dos sistemas financeiros são

fatores que afetam diretamente o desempenho do negócio (RIECHE e SANTOS, 2006).

Em comparação com a experiência norte-americana, a trajetória do capital de risco no Brasil passou por certa dificuldade. A instabilidade da economia, as elevadas taxas de juros nos mercados de títulos governamentais e a impossibilidade de planejar a longo prazo tornavam os investimentos muito arriscados frente ao diferencial de retorno previsto em relação a aplicações sem risco (PINTO, 1996). Somente em 1986 as sociedades de capital de risco foram institucionalizadas, através do Decreto-Lei 2.287, de 23.07.86, regulamentado pelas Resoluções do Conselho Monetário Nacional sob n^{os} 1.184 e 1.346, de 04.09.86 e 18.06.87, respectivamente. Entretanto, a mesma autora afirma que falhas apresentadas por esses instrumentos legais acabaram inviabilizando o desenvolvimento destas sociedades no Brasil naquele momento histórico.

Em contrapartida, nos últimos anos foram observadas modificações no panorama regulatório brasileiro que estimularam a indústria brasileira de PE/VC. A primeira mudança ocorreu em 2003 com a regulamentação própria dos *private equities* no país, através da instrução normativa número 391 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Já em 2005, foi aprovada a Lei número 11.101, também chamada de “Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências”. Essa lei segue padrões modernizadores equivalentes aos norte-americanos, que tratam da liquidação e da reorganização das empresas (DELOITTE, 2007), tornando mais atrativo o investimento neste tipo de empresa, de alto risco, e que pode se beneficiar desta legislação em caso de necessidade.

Em meados da década de 90, simultaneamente à estabilização econômica do país, observou-se o início do primeiro ciclo da indústria brasileira de PE/VC. Seu término, entre os anos 2004 e 2005, gerou bons resultados, das 16 ofertas públicas iniciais, 9 foram de empresas financiadas por fundos de PE/VC. O número de organizações gestoras atuantes no Brasil chegou a 71 em dezembro de 2004, com portfólio de investimentos em 306 empresas nacionais (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO 2006).

Características da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*

Como se pode observar na Figura 1, apresentada por Zider (2000), a indústria de PE/VC é composta por quatro principais *players*: os empreendedores, os quais necessitam de capitalização; os investidores, que buscam altos retornos; os bancos de investimentos (investidores institucionais), que precisam de empresas para negociar; e, as empresas gestoras de PE/VC, cujo principal objetivo é criar e gerenciar mercados para os outros três.

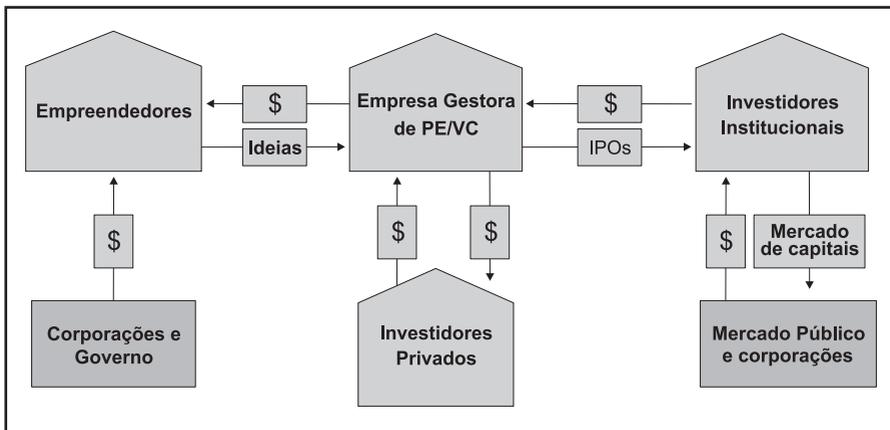


Figura 1 – Como a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* opera. Adaptado de Zieder (2000, pág. 7).

O modelo apresentado por Zider (2000) descreve a forma como a indústria de PE/VC atua nos Estados Unidos. Mesmo não estando no mesmo estágio de desenvolvimento, verifica-se que as operações de capital de risco no Brasil apresentam uma grande semelhança operacional e estrutural com a forma de atuação do mercado americano de PE/VC, pois a lógica dos participantes é a mesma.

A indústria brasileira de PE/VC é composta pelos seguintes participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras administram os veículos de investimentos, usualmente chamados de fundos de PE/VC. Os investidores são responsáveis pelo aporte de capital nos veículos de investimento, cujos recursos são aplicados nas empresas investidas. Os veículos de investimento são formados por carteiras diversificadas de forma a mitigar o risco inerente ao negócio.

Os investimentos de PE/VC são realizados em empresas que apresentam grande potencial de crescimento. A possibilidade de altos retornos e de elevada taxa de crescimento são condições necessárias para justificar os, também elevados, custos relacionados com a estruturação, negociação e monitoramento dos investimentos, assim como a baixa liquidez e o alto risco associados ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006).

De maneira geral, a forma mais comum de se realizar o aporte dos veículos nas empresas investidas é através da compra de participação acionária. No entanto, também são utilizados outros instrumentos financeiros como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*) (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006).

As Características dos Fundos de PE/VC

Metrick (2006) atribui quatro características principais aos fundos de PE/VC, são elas:

1. Atuam como financiadores intermediários;
2. Assumem a função de monitorar e ajudar as empresas do seu portfólio;
3. Têm como objetivo principal maximizar o retorno financeiro pela saída do investimento através da oferta pública inicial (IPO);
4. Investem para gerar o crescimento interno das empresas.

A primeira característica define as empresas gestoras de fundos de PE/VC como financiadoras intermediárias. Conforme Metrick (2006) os fundos de PE/VC captam dinheiro de investidores e investem em empresas do portfólio. Ao atuar como intermediário no processo de investimento, é de responsabilidade do gestor de fundos de PE/VC prover mecanismos que propiciem o maior retorno aos investidores. Esse processo ocorre da seguinte forma: as empresas que administram os fundos são responsáveis por selecionar empresas e alocar os recursos captados, administrar os negócios e reportar o desempenho aos investidores; por outro lado, os investidores participam de forma limitada nas operações e não estão envolvidos nas operações do dia a dia. (SHINOHARA, 2007).

Ainda de acordo com Metrick (2006) a segunda característica é fundamental para o sucesso de qualquer investimento em PE/VC. Os fundos de PE/VC apresentam como vantagem o fato de o investidor poder contribuir diretamente na gestão da empresa investida. Esse apoio à gestão ocorre de diversas formas. Tipicamente, gestores de PE/VC ocupam, pelos menos, uma posição no quadro de gestores das empresas investidas. Isso permite que a empresa receba um suporte especializado nas tomadas de decisão estratégicas. Além disso, esses profissionais utilizam seu conhecimento de mercado e suas redes de contatos para auxiliar na contratação de pessoas qualificadas, visto que muitas empresas pequenas apresentam certa dificuldade nesse processo.

Sahlman (1994) concorda com as idéias de Metrick (2006) destacando que investidores de PE/VC, em geral, atuam em uma importante posição no quadro de diretores da empresa investida. Suas intervenções incluem o apoio às diretrizes estratégicas e o recrutamento de funcionários chave para a organização, além de estruturar os investimentos de forma diferenciada, que resultam em melhores controles e incentivo aos gestores. Conforme o autor, os interesses dos investidores e dos gestores devem estar estrategicamente alinhados.

A terceira característica destacada por Metrick (2006) refere-se às formas de maximizar o retorno financeiro no momento de desinvestimento. O autor afirma que as saídas podem ocorrer de diversas formas, seja a partir de uma IPO, com

a subsequente venda da participação do fundo de PE/VC no mercado, ou com a venda da empresa para outro investidor, bem como a venda da empresa para uma empresa maior. Sahlman (1994) reforça as ideias de Metrick (2006) ao afirmar que gestores de PE/VC buscam investir em empreendimentos que ofereçam seguras alternativas de desinvestimento (saída), que estejam conforme as suas expectativas e a dos investidores.

Na quarta característica, o autor refere-se ao crescimento interno. Metrick (2006) coloca que os investidores trabalham ativamente para aumentar a probabilidade de sucesso da operação. Para isso, buscam alternativas que promovam o crescimento mais rápido, isso pode ocorrer tanto da forma citada anteriormente, por meio do apoio à contratação de funcionários estratégicos, como através da implementação de ferramentas de apoio à gestão e do aproveitamento da *expertise* e da rede de contatos estratégicos na empresa investida (SAHLMAN, 1994).

Os investidores de PE/VC são remunerados em função da performance do fundo gerido, por isso eles buscam as melhores práticas de gestão que possam contribuir para a geração de valor ao negócio investido. Isso explica o motivo pelo qual é fundamental haver um alinhamento de interesses entre os investidores e os empreendedores (SAHLMAN, 1994).

A teoria sugere e as evidências vêm confirmando a ideia de que o estágio de desenvolvimento em que a empresa se encontra, a existência de ativos intangíveis, como em empresas de alta tecnologia, além de outras características referentes ao negócio, afetam o processo de seleção das empresas pelos financiadores de PE/VC. Nota-se também, que os problemas que ocorrem na fase de agenciamento podem ser reduzidos ou evitados, se o processo de seleção das empresas for realizado de forma sistemática e cuidadosa (CUMMING, 2004).

Estágio de Desenvolvimento das Empresas Investidas

O aporte em PE/VC pode ocorrer em diversos estágios do desenvolvimento da empresa. Em geral, os fundos de PE/VC participam de fases decisivas do ciclo de vida das empresas, como a estruturação e o crescimento dos negócios (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006 e SHINOHARA, 2007).

Metrick (2006) classifica as empresas que recebem investimentos de capital de risco em três principais estágios, *early-stage*, *mid-stage* e *late-stage*.

- *Early-stage*: empresas nessa etapa ainda estão em processo de estruturação e desenvolvimento. Muitas dessas empresas estão realizando planos de negócio ou pesquisas de mercado. Em geral, seus produtos ainda não são comercializados.

- *Mid-stage*: este estágio consiste na etapa de crescimento ou expansão da empresa. A empresa já se encontra em processo de produção e comercialização, apresentando ou não lucratividade. As principais utilizações do capital alocado em geral consistem na expansão da planta, em práticas de *marketing*, ou no desenvolvimento de melhorias do produto.
- *Late-stage*: conhecida no Brasil como consolidação, nessa fase as empresas já atingiram uma taxa estável de crescimento, podem ou não estar sendo lucrativas, mas frequentemente apresentam mais lucratividade que o estágio anterior. Outra característica desse tipo de empresa é a geração de fluxo de caixa positivo.

A classificação das empresas conforme o estágio de desenvolvimento facilita a compreensão da forma como ocorre o aporte de capital dos capitalistas de risco. Como se pode observar na Figura 2, há uma diferença de posicionamento das fontes de financiamento em função do nível desenvolvimento que a empresa investida se encontra.

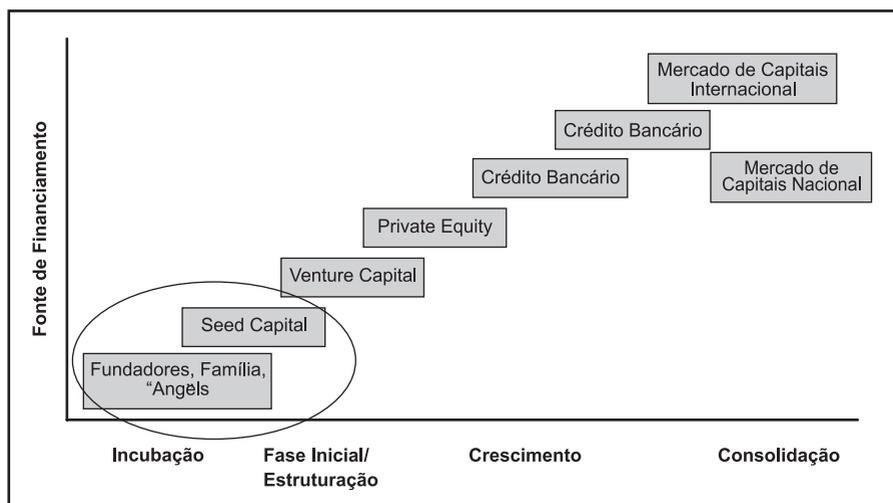


Figura 2 – Posicionamento: *Private Equity* e *Venture Capital*.

Fonte: Shinohara (2007, pág. 8).

Os fundos de *Venture Capital* (VC) ocorrem em etapas iniciais do desenvolvimento das empresas. Nesses casos, os investidores tendem a se envolver intensamente na estruturação do negócio visando à aceleração do crescimento da empresa. Há o aporte de recursos financeiros de longo prazo e o assessoramento

estratégico para desenvolver novos produtos, tecnologias e para melhor estruturar a empresa (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006 e SHINOHARA, 2007).

Já os fundos de *Private Equity* (PE) atuam no estágio seguinte. A empresa tem porte médio, já com um histórico de mercado, porém, necessita de capital e de ferramentas de gestão que apóiem seu crescimento sustentado. A profissionalização total da gestão, a implementação de melhores práticas de governança corporativa e estratégias de fusão e aquisição são algumas das formas de atuação dos fundos de PE. Além disso, os fundos de PE, por atuarem em empresas que necessitam mais recursos financeiros, na maioria das vezes, captam e aportam maiores volumes de recursos do que os fundos de VC (SHINOHARA, 2007).

O Processo de Investimento

A partir das análises teóricas é possível elaborar um modelo que apresenta as etapas que compreendem o processo de investimento realizado por uma gestora de fundos de PE/VC.

A Figura 3, a seguir, apresenta as cinco principais etapas que compõem o processo de investimento.

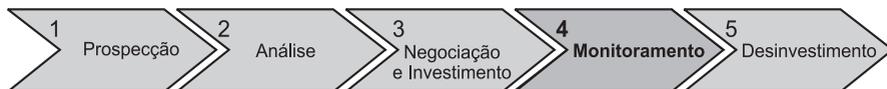


Figura 3 – Etapas do investimento.

Na prospecção ocorrem os processos de pesquisa, seleção e enquadramento das oportunidades. Nessa fase o gestor de fundos entra em contato com diversas empresas, e algumas delas são selecionadas. Em seguida, realiza-se a análise das oportunidades, a própria empresa elabora o plano de negócios. Na análise, os principais aspectos considerados são: a administração da empresa, o mercado e o produto. A terceira etapa refere-se à negociação e efetivação do investimento; ao firmar o investimento, deve-se estabelecer o preço, o percentual e a forma de participação, além de firmar o acordo com os acionistas. Essa etapa é seguida pelo acompanhamento do investimento, o qual envolve o apoio e o aconselhamento gerencial à empresa investida. A última etapa do processo de investimento de PE/VC consiste no desinvestimento, ou seja, a saída do investimento do negócio (RIECHE e SANTOS, 2006).

O foco do presente estudo está direcionado para a quarta etapa, que diz respeito ao processo de acompanhamento e monitoramento do investimento. Verifica-se que é nesta etapa que a gestora de fundos e as empresas que recebem

os fundos mantêm uma relação mais próxima, visto que o objetivo da primeira é proporcionar condições que agreguem valor ao negócio investido.

O Processo de Monitoramento

Durante o processo de monitoramento, a empresa investida passa por diversas mudanças no que diz respeito à sua estrutura organizacional e práticas de governança. Nesse contexto, Shinohara (2007) destaca as seguintes modificações e conseqüentes melhorias geradas na empresa:

- Assessoramento estratégico: os gestores dos fundos, por meio do conselho de administração (CA), participam ativamente do direcionamento estratégico da empresa. Para Porter (1996) a definição clara da estratégia aumenta as chances de obter desempenho superior.
- Governança: adoção de melhores práticas de governança corporativa, de gestão financeira e operacional.
- Estrutura de capital: utilização de estrutura de capital mista e mais eficiente, gerando inovações a partir de operações financeiras estruturadas.
- Certificação: a participação de investidores demonstra a qualidade da gestão e da empresa para todos os *stakeholders*, o que facilita a atração de novos clientes, colaboradores e parceiros estratégicos, além do acesso a linhas de financiamento com melhores prazos e taxa de juros.
- Rede de contatos: a vasta rede de contatos dos profissionais dos fundos facilita a busca de novos negócios, prestadores de serviços e profissionais qualificados para compor a equipe de executivos.
- Criação de valor: a partir dos benefícios destacados acima, e os mecanismos de alinhamento de interesses entre o fundo e a empresa, os investimentos de capital produtivo podem gerar muito valor para o negócio e para seus acionistas.

Tanto o monitoramento quanto a definição das estratégias de adição de valor são fundamentais para o crescimento das empresas investidas. Os gestores de PE/VC são reconhecidamente ativos enquanto investidores ou representantes de acionistas. A participação no Conselho de Administração é uma das atividades mais importantes no processo de acompanhamento das empresas. Através do Conselho de Administração o investidor pode interferir nos rumos da empresas, participando das decisões estratégicas (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006).

O envolvimento dos gestores de PE/VC requer permanente contato com as empresas investidas. Os meios mais comuns de contato entre as empresas são reuniões, conversas telefônicas e mensagens eletrônicas. Outra forma pela qual

os gestores de PE/VC podem agregar valor às empresas investidas é a exploração de possíveis sinergias que possam existir entre as diversas empresas investidas. Para isso é fundamental que haja confiança entre os gestores. A afiliação de uma instituição comum pode promover a confiança e a cooperação entre os empresários (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006).

Corazza (2007) destaca que no processo de acompanhamento das empresas podem ocorrer choques de gestão entre os investidores e as empresas investidas. Isso pode acontecer devido à adoção de uma gestão mais voltada para as metas e os resultados da companhia. Também se observa que podem ocorrer mudanças quanto ao conteúdo, ou seja, a empresa passa a se focar mais no seu “*core business*”. Cumming (2004) reforça esta idéia ao afirmar que no processo de intervenção, ao mesmo tempo em que há um empenho por parte dos fundos visando à melhoria da gestão, os empresários podem perder o benefício do controle.

Procedimentos Metodológicos

Estudos na área de PE/VC são recentes no Brasil e, principalmente, verifica-se uma carência de pesquisas que abordem a perspectiva das empresas que receberam investimentos. Com o intuito de aprofundar os conceitos preliminares e de verificar na prática a influência das intervenções realizadas por uma gestora de fundos de investimentos em empresas que receberam esse tipo de aporte de capital, a metodologia utilizada neste estudo consistiu em estudos de caso múltiplos, com caráter de pesquisa exploratória qualitativa. Exploratória pela novidade do tema no Brasil e qualitativa, pois baseada em interpretação de evidências no ambiente natural, no caso as organizações pesquisadas.

Tendo em vista a necessidade de investigar os elementos fundamentais no processo de monitoramento pela perspectiva da gestora de fundos e as implicações nas empresas investidas, a coleta de dados foi realizada a partir de entrevistas. Para a consecução da pesquisa, analisou-se uma gestora de fundos e três empresas que participam de suas carteiras de investimentos. Embora não se pretenda generalizar os resultados obtidos, o propósito dessa metodologia consiste em comparar as práticas adotadas pelas empresas analisadas com o que foi verificado na teoria (YIN, 2001). Para este autor, o uso de múltiplos estudos de caso reforça a validade da pesquisa.

Em função da diversidade de empresas que podem receber investimento de PE/VC, optou-se por analisar três empresas que se diferem quanto ao tamanho e ao estágio de desenvolvimento. O critério de escolha das empresas foi por conveniência (APPOLINARIO, 2006). Dessa forma, foi possível observar as estratégias adotadas no processo de monitoramento conforme a necessidade da empresa investida e os retornos gerados em decorrência das intervenções.

A revisão bibliográfica realizada previamente forneceu o embasamento analítico para a definição dos principais pontos a serem abordados e para a elaboração do roteiro utilizado na pesquisa de campo. No desenvolvimento das questões buscou-se relacionar estes pontos aos objetivos do trabalho de modo a fornecer os meios para atingir o objetivo principal da pesquisa. Utilizou-se como principal fonte de coleta de dados a entrevista em profundidade.

O estudo foi então realizado na gestora de fundos Companhia de Participações (CRP) e teve como objetivo principal analisar a forma como ocorreu o monitoramento nas empresas investidas sob a ótica da gestora. Já nas empresas que receberam o aporte, Teikon Tecnologia Industrial S.A., Conectt S.A. e Ponfac S.A. Sistemas de Visão (a partir de agora apenas Teikon, Conectt e Ponfac), o foco do estudo concentra-se na forma como ocorreu a intervenção da gestora de fundos e nos impactos gerenciais decorrentes.

Os estudos de caso ocorreram nos meses de abril e maio de 2007 sob a forma de entrevistas semi-estruturadas formais, que foram pré-agendadas.

Na CRP, entrevistou-se um dos analistas de investimentos, também responsável pelas etapas de prospecção e monitoramento das empresas.

Além das informações obtidas na entrevista, foram disponibilizados documentos de apresentação da empresa e materiais explicativos sobre a forma como ocorre o processo de investimento na gestora de fundos.

As informações obtidas na primeira entrevista, com o analista de investimentos da gestora de fundos, serviram também como embasamento para a estruturação do roteiro de entrevistas das empresas Teikon, Ponfac e Conectt.

O roteiro final utilizado para a entrevista com as empresas que receberam o investimento abordou os seguintes tópicos:

1. De que forma ocorreu o primeiro contato da empresa com a CRP?
2. A empresa já havia recebido outras formas de investimento?
3. Qual era o estágio de desenvolvimento quando a empresa recebeu o aporte de capital?
4. Houve alteração nas funções da equipe diretiva?
5. A CRP aportou capacidade de gestão importante nos processos gerenciais do dia a dia? E de caráter estratégico?
6. A entrada da CRP facilitou o acesso a outras fontes de financiamento?
7. De que forma o conhecimento técnico dos diretores influencia na negociação com os gestores? Há um balanceamento de experiências no processo de tomada de decisão?
8. Há alguma relação com a geração de inovação?
9. Houve alguma influência da *expertise* da CRP nas relações da empresa?

10. Quais eram as expectativas iniciais quanto ao investimento?

11. O ingresso da CRP foi determinante para a empresa atingir seu atual estágio de desenvolvimento?

Para o registro das informações, foi usada a técnica de anotações, conforme recomendado por Flick (2004).

Para análise dos resultados foi utilizada a Análise de Conteúdo, seguindo as recomendações de Appolinario (2006) e tendo como unidade de contexto as respostas a cada um dos tópicos propostos. Operacionalmente foram elaborados quadros que contêm as perguntas supracitadas e as principais informações extraídas das entrevistas nas empresas investidas e na gestora de fundos.

Apresentação das Empresas

Companhia de Participações – CRP

A gestora de fundos analisada foi a CRP (Companhia de Participações), com sede em Porto Alegre (RS), que atua no mercado de gestão de fundos de investimentos desde 1981, e é uma das pioneiras deste setor no Brasil. Seu foco principal de atuação é investir em empresas inovadoras que apresentam altas perspectivas de crescimento, acima da média do setor. Atua no segmento de PE/VC, com participação acionária minoritária e contribui na gestão estratégica dos investimentos realizados. Para isso, divide sua forma de atuação em: auxílio operacional, auxílio estratégico e acompanhamento e controladoria. Possui uma equipe formada por especialistas em investimento de risco, e uma área de serviços financeiros com a finalidade de apoiar empresas investidas ou não investidas.

A CRP possui em sua carteira a administração de cinco fundos de *Venture Capital*: CRP I, CRP II, CRP III, CRP IV e CRP V, os quais já foram totalmente investidos e encontram-se atualmente em processo de acompanhamento e desinvestimento. O foco desses fundos são empresas na fase inicial (*early-stage*) que apresentam altas perspectivas de crescimento. Desde 2006, administra um fundo de Private Equity, CRP Venture VI, cujo perfil distingue-se dos anteriores por ser um montante maior de investimento e focar em empresas de estágio mais avançado de desenvolvimento (*mid-stage*).

A CRP procede a uma análise formal dos possíveis investimentos a serem empreendidos. Neste processo são realizadas análises passo a passo, conforme as cinco etapas do processo de investimento: prospecção, análise, negociação e investimento, monitoramento e desinvestimento. A prospecção de empresas a serem investidas pode ocorrer tanto por meio da identificação de empresas potenciais no mercado, como por indicação de profissionais ou mesmo por demanda de empresários que buscam capital no mercado para alavancar suas empresas.

À prospecção segue-se a fase de análise propriamente dita. Nessa etapa, realiza-se um profundo detalhamento da empresa em evidência, dentre as principais ações, destacam-se: auditoria realizada por um auditor externo e um profundo levantamento dos processos internos da empresa, em que ocorrem reuniões com os principais gestores e os analistas da CRP, além disso, há uma psicóloga responsável pela análise do perfil dos gestores.

Na etapa de negociação e investimento, realiza-se uma proposição de investimento, documento que detalha a empresa e o mercado em que ela está inserida, bem como descreve a proposta do investimento, o retorno esperado diante dos cenários projetados e a forma como se pretende realizar o desinvestimento.

Passadas as etapas de análise e negociação e aprovado o investimento, a próxima etapa consiste no monitoramento. Como citado anteriormente, a CRP atua: (i) no acompanhamento geral da empresa: através de reuniões do CA e reuniões com os principais executivos; (ii) auxílio estratégico: um executivo da CRP juntamente com a controladoria acompanha as atividades e as eventuais demandas da empresa; (iii) acompanhamento e controladoria: além de apoiar na estruturação de sistemas de apoio à gestão, há um controle mensal das atividades; (iv) auxílio corporativo: a CRP também apóia questões corporativas como: captação de recursos, fusões e aquisições e contato com clientes e fornecedores estratégicos.

A partir dessas informações e da entrevista realizada com um dos analistas de investimentos, foi possível identificar as principais atuações da CRP nas empresas analisadas. Essas informações serão detalhadas juntamente com a descrição dos dados de cada empresa a seguir.

Teikon

A Teikon S.A. foi fundada em 1998 por seus três principais acionistas: Altus S.A., Elo S.A. e Urano Ltda., que são empresas médias e tradicionais do segmento eletro-eletrônico. Atua no segmento eletrônico, terceirizando a manufatura de seus clientes. Tem como estratégia de negócios atender a um grupo seleto de clientes de forma a oferecer soluções que abrangem desde o projeto até a distribuição. A empresa possui unidades de produção em Porto Alegre (RS) e São José dos Pinhais (PR).

Atua no mercado de ECM (*Electronic Contract Manufacturer*), que se caracteriza pela manufatura integral dos produtos eletrônicos dos seus clientes. Possui uma das maiores taxas de crescimento no setor nos últimos anos, com tecnologias atualizadas e competitivas frente aos concorrentes mundiais. Apresenta uma gestão profissional desde sua criação, atuando com governança corporativa, gestão por sistemas de qualidade total, além de manter integração com universidades e centros

de pesquisa. Percebe-se uma trajetória de rápido crescimento e uma estrutura de gestão profissional apta a acompanhar a rápida expansão do negócio.

A Teikon atualmente é controlada por três empresas: 25% de participação da Altus, 25% da Elo e 15% da Urano, além desses, o BNDES, a CRP e o presidente da empresa, também são sócios da empresa. Para a análise deste caso, foram entrevistados: o analista de investimentos da CRP (AI), o diretor financeiro da Teikon (DFT) e o diretor financeiro da Altus (DFA). Dessa forma foi possível compreender sob três perspectivas as principais contribuições da gestora de fundos nas tomadas de decisão da Teikon. Observou-se que intervenções ocorrem principalmente no nível do conselho administrativo, como será constatado a seguir.

Conectt

A Conectt é uma empresa especializada no desenvolvimento de portais corporativos e soluções *web* relacionadas à gestão da informação e do conhecimento. Além da implementação das ferramentas, a empresa também presta serviços de manutenção evolutiva aos projetos.

Atua há 10 anos no mercado de Internet, e possui cerca de 130 profissionais distribuídos na sede em Porto Alegre, RS, e nas duas representantes em São Paulo, SP e Brasília, DF. No estudo do caso Conectt, entrevistaram-se o diretor da empresa (DC) e o mesmo analista de investimentos da CRP (AI).

Ponfac

A Ponfac foi fundada em 1997 pelos sócios Moisés Pontremoli e Márcio Faccin. Está localizada no Pólo de Informática de São Leopoldo. Seus principais produtos consistem em soluções visuais que proporcionam a melhoria na qualidade ou a redução dos custos dos produtos ou processos de produção de empresas.

Em 1999 foi um das primeiras empresas investidas pelo CRP III, fundo de investimento em empresas emergentes de base tecnológica do RS, administrada pela CRP. Com este investimento a empresa pôde consolidar a tecnologia, explorar oportunidades de negócio com potenciais de mercado mais significativos e desenvolver seus dois primeiros produtos.

Na coleta de dados, além do analista de investimentos da CRP (AI), entrevistou-se o diretor da Ponfac (DP). Observou-se que houve tanto um importante auxílio da gestora de fundos tanto nas funções operacionais quanto no apoio às diretrizes estratégicas.

Resultados e Discussão

Os resultados do estudo de caso estão apresentados sob forma de quadros, os quais apresentam as principais questões abordadas e os respectivos extratos dos resultados obtidos nas empresas estudadas.

A Figura 4 indica o modo como ocorreu o primeiro contato das empresas investidas com a CRP. As três primeiras perguntas não são mostradas aqui tendo em vista tratar-se de questões de identificação do respondente.

De que forma ocorreu o primeiro contato da empresa com a CRP?	
Teikon	Através do fundo CRP II em 1999. Após o desinvestimento do CRP II em 2005, houve uma nova aproximação da CRP, visando captar empresas para o fundo CRP Venture VI, cujo investimento na Teikon ocorreu em 2006.
Conectt	Em 2000, na busca por alternativas de investimento, os sócios da Conectt contataram a CRP. Foi feita uma apresentação do que era a empresa e suas metas para os próximos anos. Após essa etapa, a empresa foi apresentada para os investidores através de um plano de negócios.
Ponfac	Por meio do projeto da empresa na incubadora de projetos da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), onde os gestores da CRP participaram da avaliação. No entanto, o projeto não atendia às exigências da CRP, visto que o retorno viria a ocorrer em logo prazo. A Ponfac elaborou um novo plano de negócios, cujas metas de crescimento da empresa iam ao encontro dos objetivos da CRP. Em 1999 houve a entrada da CRP através do fundo CRP III.

Figura 4 – apresentação dos resultados da quarta pergunta.

O contato inicial da CRP com as empresas pode ocorrer de diversas formas: no primeiro caso, o fator crucial foi o relacionamento entre os principais acionistas da empresa e os investidores da CRP; no segundo caso, os próprios empresários contataram a CRP; no terceiro caso, o investidor tomou conhecimento da empresa em uma incubadora de projetos. Nota-se, então, que não há um processo padrão de captação de empresas a serem investidas.

A Figura 5 apresenta o estágio de desenvolvimento que as empresas investidas se encontravam no momento que receberam o investimento.

Qual era o estágio de desenvolvimento quando a empresa recebeu o aporte de capital?	
Teikon	Na época do primeiro investimento realizado pela CRP, a empresa encontrava-se em estágio de desenvolvimento. Em 1999 seu faturamento foi 40 vezes menor que o realizado no ano de 2006 (cerca de R\$ 89 milhões), quando houve o investimento do segundo fundo da CRP na Teikon.
Conectt	No momento em que recebeu o aporte de capital da CRP, a Conectt encontrava-se na fase de crescimento. Nessa época a empresa era composta por 30 funcionários, atualmente são mais de 120.
Ponfac	A Ponfac encontrava-se em processo de desenvolvimento (<i>early-stage</i>) no momento que recebeu o aporte de capital. Era composta pelos dois sócios e atuava apenas na prestação de serviços, sem ainda ter desenvolvido seu primeiro produto.

Figura 5 – apresentação dos resultados da quinta pergunta.

É relevante destacar que as três empresas receberam o aporte de capital em momentos de crescimento e entrada no mercado. No caso da Teikon, o primeiro investimento contribuiu para a expansão da empresa, enquanto o segundo exerce um caráter importante para o posicionamento da empresa no futuro. Para o terceiro, o investimento possibilitou a entrada da empresa no mercado.

A Figura 6 indica se as empresas já haviam recebido outras formas de investimento antes da participação da CRP.

A empresa já havia recebido outras formas de investimento?	
Teikon	Em 1999 ocorreu o ingresso da CRP através do fundo CRP II e em 2000 houve o ingresso do BNDESPAR como debenturista.
Conectt	Não havia recebido nenhum tipo de investimento anteriormente.
Ponfac	Não havia recebido nenhum tipo de investimento anteriormente.

Figura 6 – apresentação dos resultados da sexta pergunta.

Tendo em vista o perfil dos primeiros fundos de investimento da CRP, que era de investir em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, é natural que as empresas investidas não tivessem recebido nenhum aporte anterior ao fundo. No caso da Teikon, verifica-se que o perfil de sua gestão foi, desde o início, voltado a buscar formas de crescimento.

Na Figura 7 são relatadas questões referentes às funções da equipe diretiva.

Houve alteração nas funções da equipe diretiva?	
Teikon	Mesmo sendo uma empresa bem estruturada desde sua fundação percebeu-se que houve uma grande evolução na equipe diretiva. Em 1999 a Teikon possuía apenas um diretor. Após, houve um período de transição, em que havia três pessoas na equipe diretiva, até que em 2005 se definiu a estrutura na qual a empresa se encontra hoje, composta por quatro diretores: diretor presidente, diretor financeiro, diretor de logística e diretor de manufatura.
Conectt	Antes da entrada da CRP cada sócio-fundador detinha 50% de participação da empresa e a direção era compartilhada, de modo que os sócios eram os diretores controladores. Com o tempo, não apenas em função da entrada da CRP, foi definido um presidente. Mesmo assim, as decisões ainda são tomadas em conjunto.
Ponfac	Os dois sócios são os diretores e os conselheiros da empresa. Desde a entrada da CRP, a principal alteração na equipe diretiva foi a definição de um presidente e de um diretor, inicialmente a empresa era composta por dois diretores.

Figura 7 – apresentação dos resultados da sétima pergunta.

No primeiro caso, verifica-se que conforme a empresa foi crescendo, ocorreram mudanças na equipe diretiva visando uma melhor estrutura profissional para gerenciar as operações. Nesse contexto, a CRP contribuiu fortemente na definição da estrutura diretiva da empresa. Tanto na Conectt quanto na Ponfac, as mudanças na equipe diretiva foram menos expressivas, em que se definiram presidentes em detrimento da posição de dois sócios-diretores visando assim uma estrutura gerencial mais definida.

Entretanto, na entrevista com o analista de investimentos, verificou-se que no caso da Ponfac, em função do tamanho da empresa e de sua estrutura pouco profissionalizada na visão daquele analista, a intervenção do investidor acaba sendo muito grande em todas as áreas e o retorno pouco atrativo.

A Figura 8, a seguir, aborda o modo como ocorreu o aporte gerencial da CRP nas empresas investidas.

A CRP aportou capacidade de gestão importante nos processos gerenciais do dia a dia? E de caráter estratégico?	
Teikon	<p>Desde o início de suas operações a Teikon teve uma gestão muito profissionalizada, não sendo necessária a atuação da CRP nos processos operacionais. A participação da CRP ocorre nos níveis mais estratégicos, como no conselho de administração, no planejamento estratégico e na elaboração das estratégias financeiras.</p> <p>Destaca-se a importância da atuação da CRP nas seguintes frentes: auditoria externa, relatórios gerenciais, governança corporativa, ortodoxia fiscal, ortodoxia financeira e uso de instrumentos financeiros mais elaborados. Através da relação da empresa com esses investidores, há uma preocupação maior com questões estratégicas, como grau de alavancagem e estrutura de capital com capital de longo prazo.</p>
Conectt	<p>Nos anos de 2001 e 2002, início do investimento, houve uma grande atuação da CRP na estrutura administrativa da Conectt, através da implementação de melhores práticas de gestão, do acompanhamento financeiro e, do fornecimento de planilhas de controle, que contribuíram para uma melhor organização da empresa e para uma abordagem de gestão mais estratégica aos gestores. À medida que a empresa foi sendo estruturada e que seus sócios migraram das tarefas operacionais para o controle estratégico, foram implantadas ferramentas de gestão como o <i>Balanced Score Card</i> (BSC) e outros métodos de controle estratégico dos processos da empresa. A partir de então, as intervenções da CRP foram canalizadas nas decisões estratégicas da Conectt, de forma que a atuação da CRP foi se voltando cada vez mais para o apoio ao planejamento anual da empresa e para as decisões tomadas no conselho administrativo. As reuniões do conselho ocorrem bimestralmente e as principais contribuições da CRP são através do acompanhamento dos resultados e das metas.</p>
Ponfac	<p>Na visão do analista de investimentos, nos primeiros anos do investimento, houve uma forte cobrança por crescimento e resultados na parte de acompanhamento e controladoria, visando ao crescimento, à agressividade comercial e à melhoria dos processos internos. Inicialmente, as reuniões na área administrativa eram realizadas mensalmente e, havia grande participação da gestora de fundos. Hoje em dia, essas reuniões são menos frequentes, assim como o nível de intervenção na gestão é bem menor. Dentre as principais contribuições da CRP aos processos gerenciais da Ponfac, destacam-se: a elaboração e o controle de relatórios gerenciais, por exemplo: balanço patrimonial e fluxo de caixa, de modo a organizá-los em uma única ferramenta. O apoio da CRP também ocorreu na área comercial da Ponfac, através do auxílio na tomada de decisões mercadológicas.</p> <p>No nível estratégico, houve a criação do CA. Nessas reuniões ocorreu um apoio muito importante nas tomadas de decisões estratégicas. Por ser uma empresa nova e gerida por profissionais com pouca experiência, o <i>know-how</i> advindo dos analistas da CRP foi uma forma de geração de conhecimento e agregação de valor à Ponfac. Além disso, a contratação de profissionais de alto nível também teve o assessoramento da CRP.</p>

Figura 8 – apresentação dos resultados da oitava pergunta.

Observe-se que Shinohara (2007) coloca que, por meio do CA, os gestores dos fundos participam ativamente do direcionamento estratégico da empresa. Sahlman (1994) e Metrick (2006) confirmam as idéias de Shinohara (2007) ao afirmarem que os investidores atuam no suporte à tomada de decisão estratégica, bem como utilizam seu conhecimento de mercado e suas redes de contatos para auxiliar na contratação de pessoas qualificadas.

Essas características foram identificadas na Teikon, visto que é uma empresa bem estruturada e com um direcionamento estratégico expressivo, em que a CRP possui uma importante participação no processo de tomada de decisão. A CRP atua ativamente no processo de planejamento da Teikon, principalmente através das reuniões mensais realizadas na empresa. Outras formas de comunicação como telefone e e-mail também são utilizados para assessorar o processo de monitoramento. Há também um apoio dos gestores da CRP na contratação de funcionários de alto nível.

Na Conectt, verificou-se um processo de amadurecimento dos gestores, em que houve uma evolução da abordagem da CRP na empresa. Antes havia um apoio mais voltado à melhoria dos processos internos. Atualmente, a gestora de fundos contempla uma função mais direcionada ao CA, atuando na tomada de decisão estratégica, assim como apoiando em processos como a seleção de profissionais de nível estratégico para a empresa.

No caso da Ponfac, em função de haver uma estrutura ainda pouco profissional, o assessoramento no CA atua em decisões de nível administrativo, em detrimento das decisões de nível estratégico. A também CRP contribui na seleção de funcionários-chave para a empresa.

Na sexta pergunta, cujos resultados são apresentados no quadro da Figura 9, é questionado se a entrada da CRP facilitou o acesso das empresas investidas a outras formas de financiamento.

A entrada da CRP facilitou o acesso a outras fontes de financiamento?	
Teikon	Além do acesso ao capital do BNDESPAR em 2000, através da emissão de debêntures, que em 2004 foi convertida em ações, houve a prospecção e a negociação com outros investidores de PE/VC.
Conectt	Em 2005 a empresa iniciou a busca de outras fontes de financiamento. Naquele ano e em 2007, isto se concretizou através do financiamento ProSoft do BNDES. O fato de ser uma empresa que possui investimento da CRP contribui muito para o acesso a outras fontes de financiamento, pois aquele banco estatal leva em conta o fato de haver investidores profissionais no negócio. A empresa encontra-se pronta para esse tipo de captação, pois já é uma S.A. e é auditada desde 2001 por auditor externo.
Ponfac	Dentre as tentativas de captação de recursos realizada desde a entrada do fundo, a empresa recebeu um investimento da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos).

Figura 9 – apresentação dos resultados da nona pergunta.

Verificou-se que nas três empresas analisadas a CRP contribuiu no acesso a outras fontes de financiamento. Foi constatado que, havendo a participação de um investidor de risco na empresa, o processo de captação de recursos é facilitado. Essas empresas apresentam uma gestão mais transparente, adotam melhores práticas de gestão, e também são auditadas por auditores externos.

Shinohara (2007) destaca que uns dos benefícios dos fundos de PE/VC na etapa de monitoramento é a certificação, em que a participação dos investidores demonstra qualidade da gestão da empresa para seus *stakeholders*. A certificação contribui ao acesso da empresa a linhas de financiamento mais atrativas, pois sinaliza a estes *stakeholders* – entidades financeiras – uma maior chance de obter bom retorno dos seus investimentos ao indicar a melhor qualidade da gestão.

A Figura 10, aborda o modo como ocorreu a negociação e a troca de experiências no processo de tomada de decisão.

De que forma o conhecimento técnico dos diretores influencia na negociação com os gestores? Há um balanceamento de experiências no processo de tomada de decisão?	
Teikon	No processo de tomada de decisão, a CRP representa uma importante posição no conselho administrativo. A visão acentuada da área financeira contribui substancialmente na análise da capacidade de a empresa executar os projetos propostos no conselho. Com um conselho de administração formado por profissionais experientes no segmento eletro-eletrônico e com elevado conhecimento de mercado a atuação do investidor contribui como forma de equilibrar os interesses dos acionistas e focar as reuniões estratégicas na cobrança por crescimento e resultado.
Conectt	Existe uma relação de parceria entre os membros do conselho, visto que há muita transparência, sempre se busca um consenso. As principais contribuições da CRP ocorrem a partir da visão de mercado e da visão financeira, na busca por objetivos e resultados.
Ponfac	A CRP participa fortemente na estratégia da empresa. A posição do conselheiro da CRP contribui com visões externas de negócios similares, além de participar ativamente na elaboração do planejamento a longo prazo, atuando principalmente nas decisões financeiras e mercadológicas.

Figura 10 – apresentação dos resultados da décima pergunta.

Shinohara (2007) destaca a adoção de melhores práticas de governança corporativa, de gestão financeira e operacional. Verificou-se que faz parte do perfil de investimento da CRP adotar melhores práticas de governança. Os próprios processos de auditoria e de acompanhamento mensal dos resultados, bem como a

criação e participação no conselho induzem as empresas investidas a exercer boas práticas corporativas, proporcionando mais confiabilidade e transparência frente ao mercado.

A Teikon apresenta uma governança corporativa altamente qualificada. Toda a sua estrutura, possui controles internos muito elaborados e transparentes, com padrão de empresas de capital aberto. No caso da Conectt, há uma gestão financeira e operacional bem estruturada que refletem o comprometimento e a preocupação dos gestores com o exercício de boas práticas corporativas. Já a estrutura gerencial da Ponfac não se encontra em um nível de profissionalismo que possibilite a adoção de boas práticas de governança, sendo esse fator pouco expressivo na empresa. Verificou-se que não há um forte alinhamento de interesses entre os gestores da Ponfac e da CRP. Entretanto, nem sempre há o retorno positivo das empresas investidas no processo de acompanhamento e instrução para a adoção de melhores práticas, pois o risco está na própria definição deste tipo de negócio.

Na Figura 11, aborda-se a relação do investimento com a geração de inovação.

Há alguma relação com a geração de inovação?	
Teikon	Os principais acionistas da Teikon são empresários altamente envolvidos no processo de geração da inovação, de modo que não há a necessidade da intervenção da CRP nessa área. Entretanto, a participação da CRP no processo final de tomada de decisão proporciona mais segurança, tanto para os conselheiros como para o mercado. Além disso, a parceria com a CRP garante um ambiente onde a estrutura da empresa esteja voltada para os seu <i>core business</i> .
Conectt	O motivo pelo qual a CRP investiu na empresa está muito relacionado com seu perfil inovador. A Conectt estava desenvolvendo uma ferramenta inovadora, cujo aporte de capital veio ao encontro do desenvolvimento e da venda dessa ferramenta. No processo de crescimento da empresa, ela deixou de ser uma desenvolvedora de produto e passou a desenvolver soluções de portal corporativo. Assim, nesse segundo momento não houve mais a participação da CRP na geração de inovação, visto que a empresa estruturou uma área de P&D, destinada a isso.
Ponfac	A inovação advém dos processos internos da empresa, de forma que a CRP não tem nenhuma participação na sua geração.

Figura 11 – apresentação dos resultados da décima primeira pergunta.

Como se pode observar nos casos acima, a geração de inovação não está relacionada com o aporte gerencial realizado pela CRP. Mesmo assim, a inovação tem se apresentado, cada vez mais, como fator crucial para o crescimento das empresas e, conseqüente atração de fundos de investimento.

A Figura 12 trata da forma como ocorre a influência da *expertise* da CRP nas relações das empresas investidas.

Houve alguma influência da <i>expertise</i> da CRP nas relações da empresa?	
Teikon	A visão da CRP no conselho, apesar de ser uma visão financeira, tende a ser uma visão holística, que abrange mercado, pessoas, inovação, oportunidades e rede de contatos.
Conectt	Identificou-se apenas o apoio à captação de recursos financeiros como influencia da <i>expertise</i> da gestora nas relações da empresa.
Ponfac	As principais contribuições da CRP ocorreram no apoio às decisões de entrada em novos mercados, visto que os analistas da CRP possuem um amplo conhecimento da indústria e já passaram por situações semelhantes diversas vezes. Na visão do analista de investimentos, a CRP buscou, a partir de sua rede de contatos, atuar como intermediária nas negociações entre a Ponfac e outras empresas conhecidas da gestora.

Figura 12 – apresentação dos resultados da décima segunda pergunta.

Conforme Shinohara (2007), a vasta rede de contatos dos profissionais dos fundos facilita a busca de novos negócios, prestadores de serviços e profissionais qualificados para compor a equipe de executivos.

A experiência da CRP por atuar em diversos mercados e sua visão financeira na avaliação dos projetos são muito relevantes no processo de tomada de decisão. Essa contribuição ocorre principalmente no nível estratégico através do CA, onde são tomadas decisões importantes e é realizado o planejamento de longo prazo.

Na Figura 13, são abordadas as expectativas iniciais dos empresários quanto ao aporte realizado pela CRP.

Quais eram as expectativas iniciais quanto ao investimento?	
Teikon	As principais expectativas eram, além do aporte financeiro fundamental para o desenvolvimento da empresa, um forte apoio às decisões estratégicas. O acelerado crescimento da Teikon demanda, cada vez mais, de uma estrutura profissional, preparada para as complexidades do mercado. Percebe-se assim um forte alinhamento de interesses entre as duas empresas, de um lado a Teikon apresenta altas taxas de crescimento e, de outro, a CRP contribui ativamente nas decisões estratégicas da empresa.
Conectt	A primeira expectativa referia-se ao capital aportado na empresa, que foi utilizado essencialmente na atualização de máquinas, na compra de servidores e na contratação de funcionários. Segundo o gestor, esse ponto foi plenamente atendido. A segunda, diz respeito ao apoio gerencial fornecido pela gestora de fundos. A empresa já possuía uma estrutura organizada e os investidores contribuíram efetivamente na profissionalização, agregação de valor e visão estratégica gerencial da empresa. Uma expectativa que ficou aquém do esperado foi a exploração da rede de contatos da CRP nos negócios da Conectt.
Ponfac	Mesmo a CRP tendo atuado no monitoramento da empresa conforme o proposto, observou-se que havia a expectativa de um maior apoio da gestora nos processos gerenciais da Ponfac. Segundo o analista de investimentos, “os motivos pelos quais a gestora decidiu intervir menos foram o retorno modesto que a Ponfac apresentou e a necessidade da CRP focar seus esforços nos negócios que exigem maior participação e são mais rentáveis”.

Figura 13 – apresentação dos resultados da décima terceira pergunta.

Ficou claro que do ponto de vista financeiro e gerencial as expectativas quanto ao investimento foram alcançadas, principalmente nos dois primeiros casos. Entretanto, em relação à rede de contatos, havia um maior interesse por parte dos empresários em aproveitar as relações da CRP com outras empresas de suas respectivas áreas de atuação.

A Figura 14, demonstra a forma como a CRP contribuiu para que a empresa atingisse seu atual estágio de desenvolvimento.

O ingresso da CRP foi determinante para a empresa atingir seu atual estágio de desenvolvimento?	
Teikon	Se não houvesse a participação da CRP e do BNDES o desempenho da Teikon não seria o mesmo. Com a entrada dos investidores, a empresa é estimulada a adotar boas práticas de gestão. Se a empresa já apresenta uma estrutura moldada para tal, como é o caso da Teikon, tudo acaba acontecendo mais facilmente. Além disso, os investidores sempre foram vistos como parceiros pelos executivos da empresa - eles ajudam a empresa a crescer e trazem novas idéias e oportunidades.
Conectt	A contribuição é bastante grande, mas não é determinante. O aporte de capital aliado à assessoria na gestão proporciona uma tranquilidade maior para pensar e agir estrategicamente. Mesmo não sendo aporte muito elevado de capital, na época do investimento, o impacto foi bastante positivo.
Ponfac	A Ponfac passou por muitas mudanças desde a entrada da CRP. Antes, atuava como prestadora de serviços personalizados. Agora, desenvolve produtos em massa, visando o crescimento da empresa através do ganho de escala. Durante todo o processo de crescimento e execução das atividades o aporte de capital e de conhecimento da CRP foi determinante para o desempenho das atividades. Esse tipo de parceiro agrega dinheiro, mas, com a mesma importância, agrega experiência. De 1999 a 2007 a empresa teve um crescimento de 15 vezes seu tamanho inicial.

Figura 14 – apresentação dos resultados da décima quarta pergunta.

Shinohara (2007) afirma que os benefícios do monitoramento, e os mecanismos de alinhamento de interesses entre o fundo e a empresa, os investimentos de capital produtivo podem gerar muito valor para o negócio e a seus acionistas.

Apesar de apresentarem taxas de crescimentos bastante distintas, as três empresas reconhecem que ocorre uma forte geração de conhecimento e agregação de valor durante todo o processo de monitoramento. A forma como a CRP opera no gerenciamento de seus investimentos condiciona as empresas investidas a adotarem boas práticas de governança corporativa, advindas de melhorias nos processos internos, da transparência das informações e da profissionalização da gestão.

Considerações Finais

A análise dos casos permite constatar que existe uma forte intervenção por parte da gestora de fundos nos processos gerenciais das empresas investidas. A maneira como ocorre a etapa do monitoramento pode variar em decorrência

do estágio de desenvolvimento, do grau de profissionalização e do desempenho da empresa apresentado ao longo do investimento. Entretanto, ficou claro que os fundos de PE/VC ajudam a fortalecer a estratégia, a estrutura financeira e as práticas de governança corporativa das empresas investidas.

Assim como relatado no estudo teórico, verificou-se que naquelas empresas que se encontram em estágio inicial (*early-stage*), Conectt e Ponfac, há uma maior intervenção da gestora nos processos operacionais. Essas intervenções ocorrem principalmente através do fornecimento de *know-how* de controle e do apoio às decisões relacionadas ao mercado de atuação da empresa. Esses dois casos caracterizam os fundos de VC, que ocorrem em etapas iniciais do desenvolvimento das empresas e os investidores tendem a se envolver intensamente na estruturação do negócio visando à aceleração do crescimento da empresa. Realiza-se o aporte de recursos financeiros de longo prazo e o assessoramento estratégico para desenvolver novos produtos, tecnologias e para melhor estruturar a empresa (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006 e SHINOHARA, 2007).

Já no caso da Teikon, por se encontrar em um estágio de desenvolvimento mais avançado (*mid-stage*) e por possuir processos operacionais bem estruturados, observou-se que as principais intervenções da gestora de fundos ocorrem no nível do CA, onde a gestora exerce um importante papel de apoio à tomada de decisão estratégica. O segundo aporte de capital realizado pela CRP na Teikon consiste em um fundo de PE, cujas características, segundo identificadas vão ao encontro do que Shinohara (2007) destaca em seu estudo: profissionalização total da gestão, a implementação de melhores práticas de governança corporativa e estratégias de fusão e aquisição.

A principal forma de atuação da CRP na Teikon ocorre através do assessoramento às estratégias financeiras da empresa. O nível de profissionalização da gestão, aliada a visão dos acionistas e ao relacionamento com a CRP criou um ambiente onde há uma grande cooperação e uma forte orientação ao crescimento exponencial da empresa. A Conectt também recebeu um importante aporte de gestão em suas áreas operacional e estratégica. Destaca-se a importância das discussões realizadas no CA e o amadurecimento da empresa para questões estratégicas. No caso da Ponfac, por ser uma empresa pequena, cujos gestores não possuíam experiências administrativas anteriores, e ter recebido o aporte de capital logo na sua estruturação, as principais mudanças ocorreram no nível administrativo e operacional da empresa. A CRP teve uma importante contribuição no apoio à estruturação dos processos e controles gerenciais, bem como, à área de vendas da empresa.

Mesmo havendo procedimentos padrões, a abordagem da gestora de fundos de investimentos difere entre as empresas investidas. Além do estágio de desenvolvimento em que a empresa se encontra e do mercado em que atua, observou-

se que o estilo de gestão e o perfil dos principais executivos são fatores cruciais para o sucesso ou fracasso do investimento.

Os casos analisados demonstram três possíveis realidades em uma carteira de investimentos. A Teikon é uma empresa nova, profissional, com altas taxas de crescimento e que tem um fácil alinhamento e relacionamento com a CRP durante o primeiro e segundo investimento. A Conectt é uma empresa cujo produto e estratégias de atuação estão alinhados ao mercado. Porém, fatores conjunturais retraíram o crescimento da empresa por certo período, fazendo com que a proposta inicial de desinvestimento fosse adiada. No entanto, a empresa desenvolveu uma estrutura de gestão sólida e profissional que é capaz de sustentar um provável crescimento nos próximos anos. No caso da Ponfac, sob a perspectiva da CRP, fatores externos como pouca aceitação do produto no mercado e, fatores internos como falta de profissionalismo na gestão resultaram em um desempenho abaixo do esperado pelos sócios-fundadores da empresa, bem como pelos investidores.

A Figura 15, resume as principais constatações identificadas nas empresas a partir do que Shinohara (2007) destaca como melhorias no processo de monitoramento de empresas investidas pelos fundos de PE/VC.

	Teikon	Conectt	Ponfac
Assessoramento estratégico	Alto	Médio	Baixo
Governança	Alta	Média	Baixa
Estrutura de Capital	Mista e bem estruturada	Em processo de estruturação	Apenas os sócios e a CRP
Certificação	Alta	Alta	Alta
Rede de contatos	Baixa	Baixa	Baixa
Criação de valor	Alta	Média	Baixa

Figura 15 – Resumo dos principais resultados.

Buscou-se classificar a forma como as empresas atingiram as características acima pelos níveis: baixo, médio e alto, conforme os resultados apresentados pelas empresas. Quanto à estrutura de capital, observou-se fortemente o uso estratégico da estrutura de capital mista na empresa Teikon, cuja estrutura é formada por três empresas, mais a participação da CRP, do BNDES e do presidente da Teikon. Essa composição tem gerado importantes ganhos para empresa, visto que há uma forte cobrança por transparência e resultados eficientes. Além disso, a gestão financeira da Teikon está direcionada à eficiência e à alavancagem financeira, buscando as

melhores formas de gerir os recursos. No caso da Conectt, a empresa vem passando por mudanças e negociações visando uma melhor estruturação de seu capital, com um forte apoio estratégico da CRP. Já na Ponfac, apesar ter terem ocorrido importantes melhorias gerenciais, não houve um significativo avanço em termos estratégicos como estrutura de capital e governança corporativa.

De forma geral, os resultados permitem concluir que o nível de profissionalização da empresa e o comprometimento dos empresários para com o investimento são fatores determinantes para que haja um alinhamento na forma como ocorre o processo de acompanhamento entre a gestora de investimentos e as empresas investidas. Da mesma forma, o tipo de produto e o mercado de atuação das empresas investidas podem ser cruciais para o sucesso ou não da operação. Tais fatores demonstram o risco inerente à gestão de fundos de investimento, visto que nem sempre é possível identificar tais características no início do processo. Da mesma forma, salienta-se a importância da realização de uma profunda e consistente análise da empresa e do mercado de atuação antes da efetivação do investimento.

Uma das dificuldades da realização de estudos na área financeira de empresas de capital fechado é o acesso às informações, as quais, muitas vezes são tratadas confidencialmente. Além disso, o estudo ficou restrito a uma entrevista em cada empresa, tornando limitada a confirmação ou à generalização do que foi constatado. Como sugestão para estudos posteriores, propõe-se uma maior inserção no ambiente de estudo, a fim de conhecer e identificar como realmente ocorre o monitoramento e a transferência de conhecimento entre as empresas. Por outro lado, sugere-se, também, uma análise qualitativa, com uma amostra ampla de empresas investidas, que permita certa generalização dos resultados obtidos.

Referências

100 Pequenas e médias empresas que mais crescem. *Exame*, São Paulo, Edição 5., nov./dez. 2006. Edição especial.

APPOLINARIO, F. *Metodologia da ciência: filosofia e prática da ciência*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

CAMÕES, Alberto. Painel: carteiras em foco: fundos com empresas que usam VC para crescer. In: Congresso Brasileiro de *Private Equity e Venture Capital*. Associação Brasileira de Venture Capital. São Paulo, 12 a 14 de março, 2007. CD-ROM.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2006.

- CORAZZA, Martha Elizabeth. Governança e PAC devem fortalecer o novo ciclo de private equity. *Revista Fundos de Pensão*, São Paulo, n. 326, mar. 2007.
- CUMMING, Douglas J. Agency costs, institutions, learning and taxation in venture capital contracting. *Journal of Business Venturing*, Bingley, v. 20, p. 573-622, 2005.
- DE PAULA, Tomás Bruginski; BOTELHO, Antônio José Junqueira; ROSSI, Maria Cecília; FREITAS, Maria Cristina Penido de. *Capital de risco e desenvolvimento tecnológico no Brasil: experiência recente e perspectivas: relatório final*. Brasília, DF: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2003.
- DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. *Private equity e venture capital: Brasil, relatório, 2007*. Disponível em: <<http://www.venturecapital.gov.br/vcn/pdf/Folder%20Venture%20Capital.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2008.
- DOMINGUES, Rosilene Matos; OHAYON, Pierre. Financiamento da pequena empresa inovadora pela FINEP/MCT: estudo da linha especial para o fórum Brasil Capital de Risco. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 24., 2006, Gramado, RS. *Anais...* Gramado, RS: ANPAD, 2006. CD-ROM.
- FLICK, Uwe. *Uma introdução à pesquisa qualitativa*. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- MARIZ, Frédéric Rozeira de; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Private equity in Brazil: a comparative perspective. *The Journal of Private Equity*, New York, v. 9, n. 1, p. 74-87, Winter, 2005.
- METRICK, Andrew. *Venture capital and the finance of innovation*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2007.
- PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de risco: uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso Contec. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 7, p. 151-184, jun. 1997.
- PORTER, M. E. What is strategy? *Harvard Business Review*, Boston, v. 74, n. 6, p. 61-78, Nov./Dec. 1996.
- RIBEIRO, Leonardo de Lima; CARVALHO, Antonio Gledson de. Private equity and venture capital in an emerging economy: evidence from Brazil. *Venture Capital Journal*, New York, v. 10, p. 111-126, 2008.
- RIECHE, Fernando Ceschin; SANTOS, Leonardo Pereira dos. Investimentos em pequenas e médias empresas com elevado potencial de crescimento: critérios de seleção dos capitalistas de risco. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 89-114, dez. 2006.

SAHLMAN, William. Insights from the venture capital model of project governance. *Business Economics*, Washington, DC, n.1, p. 35-47, July, 1994.

SALLES-FILHO Sergio; ALBERGONI, Leide. A trajetória recente do *venture capital* no Brasil. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 24., 2006, Gramado, RS. *Anais...* Gramado, RS: ANPAD. 2006. CD-ROM.

SHINOHARA, Paulo. *Como funcionam os fundos de investimento em capital produtivo*. São Paulo: Trevisan, 2007.

TAKAHASHI, Janaina Tiemi. *Avaliação da carteira de ativos nos fundos de venture capital e private equity*. São Paulo: Atlas, 2006.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2001.

ZIDER, Bob. *From the field: inside venture capital*. Cambridge: Harvard Business School Publishing, 2000.

Recebido: 27/09/2010.

Aprovado: 15/12/2010.