

AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O IMPACTO DO MONITORAMENTO NAS EMPRESAS INVESTIDAS POR FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Autores: Francine de Macedo Corrêa; Gláucia Bolsoni Grola; Tatianne Nunes Ribeiro; Thais Barros Beldi; Thais Vieira Rodrigues

Orientadores: Denis Forte e Eduardo Sérgio Ulrich Pace

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar as práticas de Governança Corporativa aplicadas pelos fundos de investimento de *Private Equity/Venture Capital*. Trata-se de um estudo piloto resultante de uma pesquisa qualitativa exploratória de três empresas do setor de tecnologia, situadas no Estado de São Paulo, que obtiveram investimentos de fundos de *Private Equity/Venture Capital*. Na análise proposta, após uma revisão bibliográfica, é sugerida uma abordagem focada em Governança Corporativa e Monitoramento. Esta visão sugere uma classificação das empresas em relação aos seus estágios de investimentos, assim como seus objetivos futuros (saídas), permitindo, desta maneira, a aplicação das práticas de Governança Corporativa mais adequadas.

Palavras-chave: *venture capital, private equity, governança corporativa, monitoramento e fundos de investimentos.*

INTRODUÇÃO

Este estudo visa analisar o mercado de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) no Brasil, avaliando a relação entre o investidor e a empresa investida, e analisando quais as práticas comuns mantidas em decorrência desta parceria, através da aplicação de modelos de Governança Corporativa (GC).

No Brasil, o grau das restrições internas e externas de capital para pequenas e médias empresas é superior quando comparado a países desenvolvidos, principalmente na obtenção de recursos para financiamentos a longo prazo.

Desta forma, o volume de recursos sob administração dos fundos de PE/VC no Brasil tem aumentado. Com esta ampliação, foi necessário o desenvolvimento de mecanismos de controle e monitoramento dos agentes envolvidos neste processo.

Da análise aprofundada desses mecanismos, através do estudo de contratos firmados entre os investidores, fundos e empresas investidas, consegue-se identificar as estratégias praticadas, assim como as formas de negociação e os modelos de GC aplicados, garantindo os interesses de todos os participantes.

Assim, as empresas consideradas capacitadas pelo mercado atraem investidores, onde o empresário busca não apenas receber um financiamento, mas também aumentar o seu *network* (contatos), profissionalizar a sua empresa e introduzir práticas de GC, o que conseqüentemente colabora para maior transparência, monitoramento eficaz dos gestores e redução da assimetria informacional.

Portanto, as mudanças ocorridas nas empresas, como a implantação das práticas de GC mostra-se relevante, justificando dessa maneira, a importância em detectar quais foram as mudanças ocorridas após a entrada do investidor e como estas foram implantadas.

1. CONCEITO DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

O VC no Brasil ainda é algo novo, onde investidores nacionais e internacionais observam o potencial dos empreendedores brasileiros e aumentam as suas ofertas para novos negócios. Trata-se de um investimento em uma idéia ou em uma empresa emergente em busca de recursos para o seu crescimento, sendo em muitos casos com a participação de um investidor.

O VC visa o financiamento de empresas embrionárias, menores, iniciantes, chamadas *start-ups*, empresas promissoras com novos produtos ou novo negócio. Assim, os investidores acreditando no potencial dos produtos e/ou do negócio de uma empresa em fase inicial, adquirem participação acionária, geralmente por um valor baixo e em quantidade que lhes garantem a possibilidade de acompanhamento e intervenção, ou seja, uma influência direta na gestão da empresa.

No PE, o investimento é realizado em empresas formadas, já estabelecidas, que necessitem de um aporte de capital para se expandir para uma nova fase ou que estão passando por uma reestruturação acionária (Bezerra, 1999).

Os fundos de PE, em sua maioria, são constituídos por acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado, mas sim através de colocação privada, onde as empresas tipicamente receptoras desse tipo de investimento, ainda não estão no estágio de acesso ao mercado de capitais, tendo composição acionária fechada.

A participação no capital da empresa, tanto pelos fundos de VC como por aqueles de PE, têm uma duração em geral de dez anos, extensíveis por mais dois ou três anos, terminando quando o potencial de retorno do investimento começar a diminuir.

Segundo Ribeiro (2005) existem cinco tipos de saídas do investimento: (i) venda estratégica (*trade sale*); (ii) venda para outro investidor (*secondary sale*); (iii) recompra pelo empreendedor (*buyback*); (iv) liquidação (*write-off*); e (v) emissão primária de ações em bolsa de valores (IPO – *initial public offering*).

Nesta última opção, a realização dos lucros do investidor é através da venda de sua parte acionária do negócio na bolsa, apurando a valorização durante o período em que se manteve na empresa.

1.1. CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Os fundos de PE/VC consistem basicamente na reunião de investidores que adquirem quotas de participações de pequenas e médias empresas, criando um fundo de investimentos, geralmente de capital fechado.

O investimento provindo dos fundos de PE/VC além de prover o suporte financeiro, possibilita conhecimento, ou seja, *know-how* financeiro, acesso às informações e contatos internacionais, através de banco de dados, rede de contatos (*network*) e apoio à gestão, quando investem em empresas que possuem uma competência gerencial limitada.

Os investidores desenvolvem então, parcerias ativas com os gestores das empresas investidas, participando de sua administração e agregando valor a esta. No entanto, assim que a empresa atinge um maior grau de desenvolvimento, o fundo de PE/VC retira sua participação, obtendo os retornos financeiros que haviam sido estabelecidos inicialmente.

Dentre as formas dos fundos obterem rendimento está a valorização das ações da empresa investida. Entretanto, os fundos de PE/VC possuem algumas características distintas das modalidades convencionais de investimento em ações, como os fundos de ações tradicionais, apresentadas a seguir no quadro 1.

Quadro 1 – Principais Características Singulares dos Fundos de PE/VC

| Aspecto | Fundos de Ações | Fundos de PE/VC |
|---|--|---|
| Retorno e Risco | Média do mercado | Acima da média |
| Liquidez | Liquidez diária | Investimento a longo prazo |
| Características das empresas Investidas | Investimento em empresas de grande porte | Investimento em empresas de pequeno e médio porte |
| Participação adquirida | Minoritária | Controle ou participação significativa |
| Gestão da empresa investida | Passiva | Ativa |

Fonte: KAMEYAMA R. Visão Geral das Atividades de *Private Equity*. (2001)

1.2. PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO BRASIL

De acordo com Romani (1997), o surgimento e a evolução do VC no Brasil tiveram início através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES em 1974, com a criação de três empresas subsidiárias que objetivavam a capitalização da empresa privada nacional. A primeira com o objetivo principal desenvolver o setor industrial de produtos de bens de capital, a segunda visava desenvolver os setores das indústrias química, petroquímica, de papel e celulose e insumos básicos (bens de consumo intermediários) e a terceira chamada Ibrasa- Investimentos Brasileiros S.A., tinha como meta a capitalização das empresas privadas industriais em geral, principalmente as pequenas e médias empresas, estimulando a democratização do capital e o fortalecimento do mercado de capitais.

Segundo Bezerra (1999), as três companhias em seguida se agruparam na BNDES Participações (BNDESPAR), sendo que o capital que essas companhias investiam, era proveniente dos cofres públicos e, quase sempre, seus investimentos tinham como objetivo desenvolver determinada região ou setor. A empresa que mais se aproximou de um modelo de participações privadas foi a Ibrasa, por investir ativamente através de aquisições de participações minoritárias.

Fundada em 1976, a Brasilpar foi a primeira empresa administradora de VC no Brasil, destacando-se por ter um modelo próximo ao das companhias de participações privadas americanas, cujos sócios eram o UNIBANCO, o PARIBAS, a AGF e uma pessoa física. A estes sócios foram adicionados outros investidores nacionais e estrangeiros para formar, em 1981, a nova Brasilpar, com uma capitalização de US\$ 15 milhões, tendo realizado tanto investimentos de PE quanto de VC, mantendo-se em atividade até a metade da década de 90.

Após muitas discussões no meio político brasileiro, foram institucionalizadas as Sociedades de VC no Brasil, através do Decreto Lei 2.287 de 27/07/1986, regulamentado pela Resolução nº 1.184 do Conselho Monetário Nacional - CMN de 04/09/1986, posteriormente modificado pela Resolução nº 1.346 de 18/07/1987.

Romani (1997) mostra que desde 1990 há preocupação com a criação de um instrumento de capitalização para as pequenas e médias empresas, e em 1993, por iniciativa de Thomas Tosta de Sá, então presidente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM foram realizadas uma série de reuniões técnicas no sentido de apresentar à CVM e aos participantes do Mercado Financeiro um conjunto de sugestões para o equacionamento do problema. Em março de 1994, após muitas consultas ao Mercado Financeiro, a CVM, com a Instrução nº 209, criou o “Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE”.

Após esta Instrução, em agosto de 1995, começa a operar o primeiro Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), chamado Bozano-Simonsen-Advent. Juntamente com o FMIEE, outros tipos de instituição surgiram, entre elas, os Fundos de Investimento de PE criados a partir de parcerias realizadas com investidores institucionais estrangeiros (Leite, 1999).

Para Ribeiro (2005) o ciclo do PE e VC no Brasil se inicia após a estabilização monetária de 1994, com desvalorização da moeda nacional, frente ao dólar, adquirida após a adoção do regime de câmbio flutuante, atraindo e impulsionando o interesse de muitos investidores.

A grande expansão ocorrida entre 1999 e 2001 tem forte correlação com o barateamento dos ativos domésticos quando mensurados em dólares, e com a bolha especulativa da Nova Economia. O pico deste período ocorreu em 2000, quando houve a entrada de treze organizações no mercado. Em julho do mesmo ano (2000) foi fundada a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), originalmente Associação Brasileira de *Venture Capital* (ABCR), fortalecendo e proporcionando bases sólidas para ampliação deste mercado promissor dentro na Nação Brasileira.

1.3. PROCESSO DE ORIGINAÇÃO DO INVESTIMENTO

Os administradores de fundos de participações privadas podem ser ativos ou passivos em seu processo de originação. Na originação passiva, os empresários/empreendedores procuram os fundos para lhes propor oportunidades de investimento. Já na originação ativa, os administradores de fundos contatam diretamente a empresa para lhes propor a aquisição de participação.

No Brasil, os fundos possuem a tendência de serem ativos, já que a indústria ainda está em estágio inicial de desenvolvimento. Esta atitude lhes permite apresentar a opção de PE/VC a empresas que normalmente não procurariam investidores desta natureza por desconhecimento ou por resistência à captação de recursos através de venda de participações. Esta resistência está muitas vezes ligada ao status relacionado à propriedade de companhias e às tradições familiares.

2. CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Na definição do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a GC é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/ Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de GC têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Em continuidade à análise do IBGC, a boa GC proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As

principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são: o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

A GC somente simboliza valor quando existe um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa GC permitirá uma administração ainda melhor, proporcionando benefícios a todos os acionistas e a todos aqueles que lidam com a empresa.

Um dos principais fatores que incentivaram essa mudança de atitude por parte das companhias de capital aberto foi o surgimento dos fundos de pensão e dos fundos de investimento na década de 80. Atualmente, o investimento em ações por parte dessas instituições é responsável por grande parte do capital investido.

Nesse sentido, os fundos de pensão têm exercido uma forte pressão para que os países adotem as práticas de GC e para que as empresas façam a reforma de seus conselhos, objetivando os princípios acima estabelecidos.

Outro fator incentivador da adoção das práticas de GC foi o reconhecimento de que o Conselho de Administração não deve atender apenas às exigências dos acionistas, mas também aquelas de todos os *stakeholders* (clientes, fornecedores, credores, empregados).

De acordo com o IBGC, na teoria econômica tradicional, a GC surge para superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno de distinção entre a propriedade e a gestão empresarial. O “principal” (investidor), titular da propriedade, delega ao “agente” (empresário/empreendedor) o poder de decisão sobre esse bem. A partir daí, surgem os “conflitos de agência”, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular.

Os *venture capitalists* (VCs) tentam amenizar os conflitos entre o “principal” e o “agente” de três maneiras: (i) contrato sofisticado; (ii) um pré-investimento para a detecção de oportunidades de negócios (*screening*); e (iii) o pós-investimento que engloba o monitoramento e orientação (*advising*).

A empresa que opta pelas boas práticas de GC adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de gestão, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, estabelecendo estratégias para a empresa, elegendo a diretoria, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão, além da escolha da auditoria independente (IBGC, 2006).

Um modelo eficaz de GC auxilia na proteção dos acionistas em relação à utilização dos recursos por parte dos administradores, facilitando a criação de um mercado acionário consistente, que pode assessorar no desenvolvimento da economia de países emergentes (Mueller, 2006).

2.1. MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Pode-se identificar dois modelos clássicos de GC segundo Lethbridge (1997): (i) o anglo-saxão, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido; e (ii) o nipo-germânico, que predomina no Japão e na Alemanha (e na maioria dos países da Europa continental).

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas: dadas às condições anteriores, não há necessidade de um monitoramento direto.

Já o modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e muitas participações acionárias são de longo prazo. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem os seus riscos, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações (Lethbridge, 1997).

Esses tipos de propriedade e formas de monitoramento refletem visões diferentes dos objetivos finais das empresas, o que permite um segundo corte na caracterização dos dois sistemas de GC. No anglo-saxão o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas (*shareholder*), enquanto que nos países que se aproximam do modelo nipo-germânico, as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades, como os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade (*stakeholder*) (Lethbridge, 1997).

2.2. MONITORAMENTO

O monitoramento é uma ação praticada pelos VCs, cujo objetivo é observar cautelosamente o desempenho da empresa investida, após receber o aporte de capital (Ribeiro, 2005).

Devido ao fato do monitoramento constante ser dispendioso, os VCs não o praticam com tanta frequência. Devendo atentar continuamente para o status do projeto e mantendo a opção de abandono. Já as empresas que conseguem abrir o seu capital, em sua maioria, receberam maiores níveis de financiamentos e uma alta quantidade de aportes de capital, resultando na redução do monitoramento intensivo e na duração do financiamento.

A diferença entre as instituições financeiras e os VCs, com relação ao desempenho do monitoramento, é explicada pelo fato de que os bancos possuem limitações relacionadas às regulamentações bancárias, pois possuem entraves para a aquisição de ações, não sendo permitido a obtenção de participações em empresas.

Já os VCs possuem maiores benefícios individuais por praticarem o monitoramento intensivo, pois sua remuneração está ligada ao retorno do fundo, diferentemente dos banqueiros que possuem renda fixa (Gompers, 2004).

De acordo com Weir, Laining e Wright (2005) pode-se constatar que o monitoramento é importante, mas é necessário cautela e verificações ao se definir o mecanismo de GC apropriado. Esta decisão refletirá diretamente no desempenho da empresa e nos seus custos de agência, e se este último apresentar um desempenho crescente, implicando que o tipo de estrutura aplicada não foi eficiente, a empresa poderá sofrer um *takeover* hostil, ou seja, ela passará do status de companhia de capital aberto para privado, conhecido como transação PTP (*Public to Private*).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo foi realizado em duas partes: (i) a primeira consiste em uma revisão bibliográfica sobre o tema abordado e (ii) a segunda em uma pesquisa de campo junto às empresas investidas por fundos de PE/VC.

3.1. PROBLEMA DE PESQUISA

O problema de pesquisa deste estudo é: “Existem benefícios e impactos decorrentes do monitoramento e da aplicação dos modelos de Governança Corporativa em empresas que receberam aporte de fundos de PE/VC?”.

3.2. OBJETIVOS DA PESQUISA

3.2.1. Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é compreender como funcionam as práticas de GC, em particular, o monitoramento e o impacto nas empresas de tecnologia investidas por fundos de PE/VC no Estado de São Paulo.

3.2.2. Objetivos Específicos

Este trabalho tem como objetivo levantar e analisar os seguintes aspectos:

- 1) Analisar o setor de PE/VC no Brasil;
- 2) Compreender a técnica de análise de conteúdo e sua aplicação;
- 3) Identificar a existência de características aplicadas pelos gestores dos fundos de PE/VC brasileiros e os padrões dos modelos de Governança Corporativa e monitoramento.

3.3. UNIVERSO E AMOSTRA DA PESQUISA

O universo da pesquisa do presente estudo é composto por empresas que receberam o investimento de fundos de PE/VC no Brasil.

A amostra da pesquisa será não probabilística por conveniência, que de acordo com Mattar (1996) é utilizada quando há limitações de tempo, recursos financeiros, materiais e pessoais.

Este estudo, em particular, analisou três empresas de pequeno a médio porte, do Estado de São Paulo, que receberam aporte de capital, atuantes no setor de tecnologia. As empresas entrevistadas foram: Direct Talk, Image Technology e Compera.

3.4. ABORDAGEM METODOLÓGICA

3.4.1. Natureza da Pesquisa

As pesquisas são classificadas de acordo com critérios baseados em seus objetivos gerais. Desta forma, segundo Gil (2002), elas admitem a seguinte tipologia:

- **Estudo exploratório:** Auxilia na compreensão do problema, tornando-o mais explícito, assumindo a forma de estudo de caso e pesquisa bibliográfica;
- **Estudo descritivo:** O seu objetivo crucial é descrever as características de um fenômeno e/ou estabelecer as relações entre as variáveis, geralmente sendo apresentada como levantamento de dados; e
- **Estudo explicativo:** Identifica as causas ou as conseqüências de um fenômeno, como exemplo, os experimentos.

De acordo com estas classificações, a pesquisa utilizada neste trabalho apresenta caráter exploratório e descritivo.

3.4.2. Método de Pesquisa

Adotando-se uma classificação ampla, com base em Richardson (1999), pode-se dizer que há dois métodos: (i) quantitativo; e (ii) qualitativo.

O método quantitativo caracteriza-se pelo emprego da quantificação na coleta de dados e no seu posterior tratamento através de técnicas estatísticas. É aplicado com frequência em estudos descritivos.

Para Denzin e Lincoln (2000), o método qualitativo é a atividade que coloca o observador no mundo pesquisado. Isto significa que o pesquisador estudará elementos em seu ambiente natural.

Portanto, este trabalho utilizará uma pesquisa exploratória descritiva, com métodos qualitativos, indutivos, com análise de multicasos. Esta metodologia foi escolhida, devido ao tipo de problema estudado, pela falta de recursos e das reduzidas informações secundárias.

3.5. INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

Segundo Richardson (1999), as técnicas de coleta de dados à disposição do pesquisador são: (i) observação; (ii) entrevista; e (iii) pesquisa documental e bibliográfica,

Após a análise das técnicas utilizadas listadas acima para este estudo, foi utilizada a entrevista semi-estruturada, também conhecida como entrevista em profundidade, pois ao invés de responder à pergunta por meio de diversas alternativas pré-formuladas, visa obter do entrevistado o que ele considera como aspectos mais relevantes de um determinado problema, seguindo um roteiro básico, estabelecido de acordo com os pontos estudados no referencial teórico.

3.6. TRATAMENTO DE DADOS

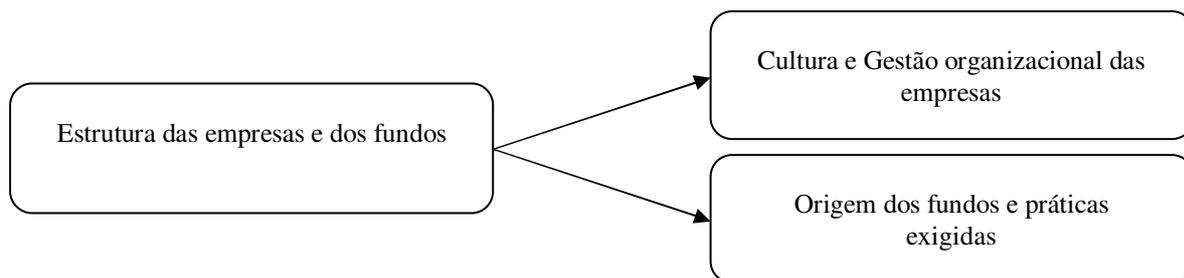
O tratamento dos dados implica na avaliação do material coletado, para uma pesquisa do tipo qualitativa, como a que será abordada por este estudo.

Portanto, após transcrever todas as entrevistas e alocar as respostas no *framework* (matriz de análise de conteúdo que auxilia na contextualização da teoria com a realidade), realizou-se a análise, interpretação e compreensão dos dados coletados, definindo as conclusões do estudo.

4. ANÁLISE DA PESQUISA

O processo de avaliação do monitoramento e das práticas de GC ocorridas em empresas que obtiveram investimentos realizados por fundos de PE/VC envolve algumas etapas:

4.1. Estrutura da Empresa e dos Fundos



Este tópico visa analisar as empresas como um todo, desde a sua composição societária, porte financeiro, ramo de atuação, entre outras características consideradas relevantes ao estudo. Com relação aos fundos, serão realizadas ressalvas sobre a sua origem e as práticas de GC exigidas por estes.

Observou-se nas entrevistas que as estruturas físicas das empresas entrevistadas se assemelham nos seguintes aspectos: (i) porte: enquadrando-se em pequeno e médio porte, de acordo com o mercado; (ii) ramo de atuação: sendo esta uma característica imposta para a seleção das empresas entrevistadas; (iii) período de aporte de investimento: foi realizado durante o período de 2000 a 2003, estando sujeitos a mesma conjuntura econômica; (iv) estágio das empresas durante a negociação com os fundos de PE/VC: todas as empresas analisadas se encontravam no estágio de VC.

Visando auxiliar a análise das estruturas das empresas relacionadas com os seus respectivos fundos, formulou-se a seguinte figura para uma melhor compreensão:

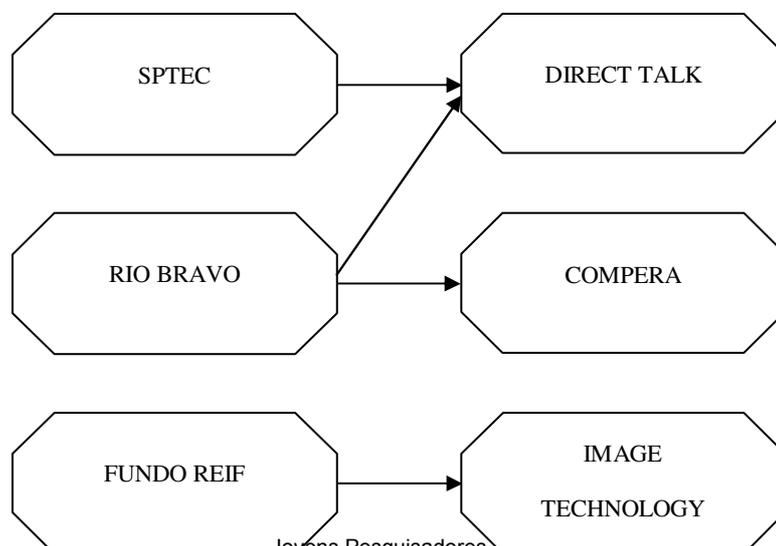
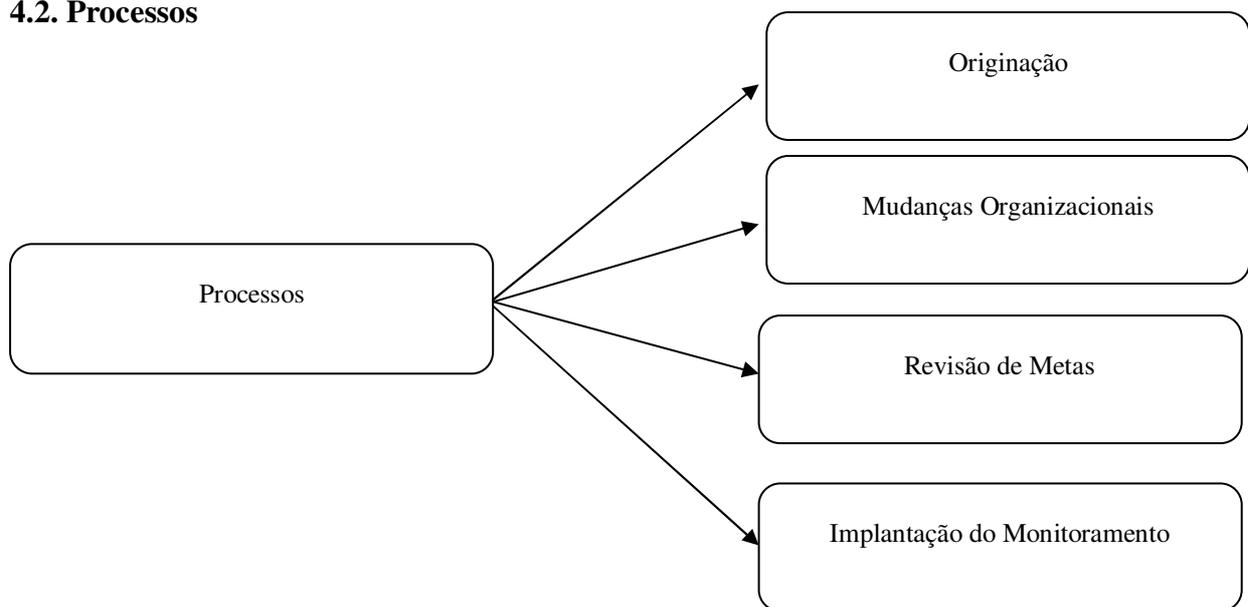


Figura 1: Conexão das Empresas Entrevistadas com os seus Respective Fundos de Investimento.
Fonte: Elaborada pelos autores

De acordo com a figura pode-se observar que duas das empresas entrevistadas receberam investimentos do mesmo fundo, desta maneira, estas organizações podem estar sujeitas, de um modo geral, a métodos similares, corroborando em práticas de GC e monitoramento semelhantes.

Em relação à terceira empresa, apesar de possuir outro investidor, também é influenciada pela troca de informações ocorrida entre os fundos de investimentos do seu setor.

4.2. Processos



Esta classificação é direcionada à aproximação entre as empresas entrevistadas e os fundos de investimentos, as alterações organizacionais ocorridas após a entrada do fundo, as modificações implementadas nos planos de metas das empresas investidas e por fim as implantações das práticas de monitoramento realizadas pelos fundos.

Com relação à originação dos investimentos, é possível verificar que em uma empresa esta se desenrolou passivamente, ou seja, a própria empresa foi em busca dos fundos, enquanto as outras apresentaram procedimentos opostos, onde as mesmas foram abordadas pelos fundos.

Já as mudanças organizacionais são marcadas por alterações societárias em duas empresas: na primeira ocorreu um processo de fusão, imposta pelo fundo para a concretização do investimento com outra companhia similar e complementar do ramo de atuação, neste caso, as modificações afetaram a empresa em todos os âmbitos. Diferentemente da segunda empresa que sofreu transformações societárias/culturais, entretanto, não repercutiram em seu todo.

Desta forma, evidências tiradas da entrevista, demonstram que estas alterações proporcionam uma maior profissionalização e o amadurecimento dos negócios, o que conseqüentemente melhora o desempenho destas.

Em relação à terceira empresa, a entrada do fundo facilitou a aproximação de um parceiro estratégico para desenvolver o seu crescimento, exigindo desta uma melhor estruturação em relação aos seus novos negócios.

Devido à entrada dos fundos de investimentos nas empresas, torna-se intrínseco uma revisão dos planos de metas das mesmas por parte dos provedores de capital, pois o planejamento elaborado anterior à entrada do fundo pode não ser viável, necessitando de uma análise profissional.

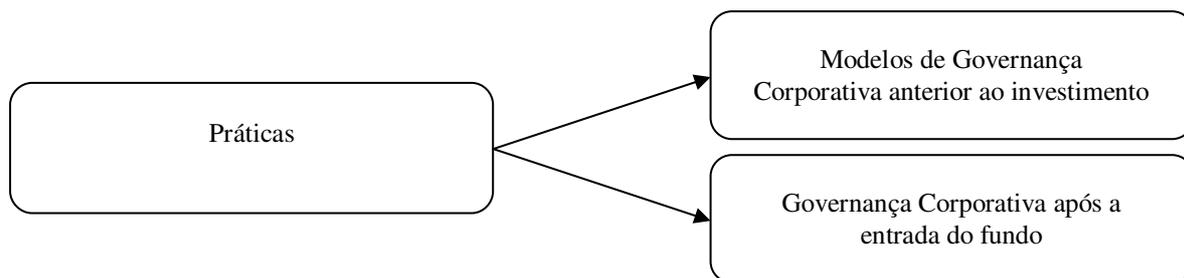
Em duas empresas verificou-se uma abordagem similar estipulada pelo fundo, como: (i) revisão contínua das metas para que fosse possível elaborar um planejamento condizente com as reais necessidades das empresas; e (ii) formulação de um plano definido de negócios, para analisar as variadas formas de atuação dos fundos.

A implantação do monitoramento por parte dos fundos de investimentos nas empresas, demonstrada através da pesquisa, pode ser dividida, neste momento, nas seguintes fases:

- Empresas sem estrutura formada: os fundos são mais próximos, orientando-as em suas estratégias.
- Empresas com alguma estrutura formada: os fundos auxiliam no planejamento estratégico.

No caso das empresas entrevistadas, todas passaram pelas duas fases, pois no início elas não possuíam estrutura, e no decorrer dos investimentos adquiriram.

4.3. Práticas



Este tópico aborda os modelos de GC praticados pelas empresas anteriores ao aporte de capital, que consiste em métodos implementados pelas próprias companhias para gerir o seu negócio de uma maneira mais transparente.

De acordo com a análise realizada, foi observado que as empresas entrevistadas possuíam um certo nível de GC informal, com caráter superficial, baseada na experiência e *know-how* dos seus empresários.

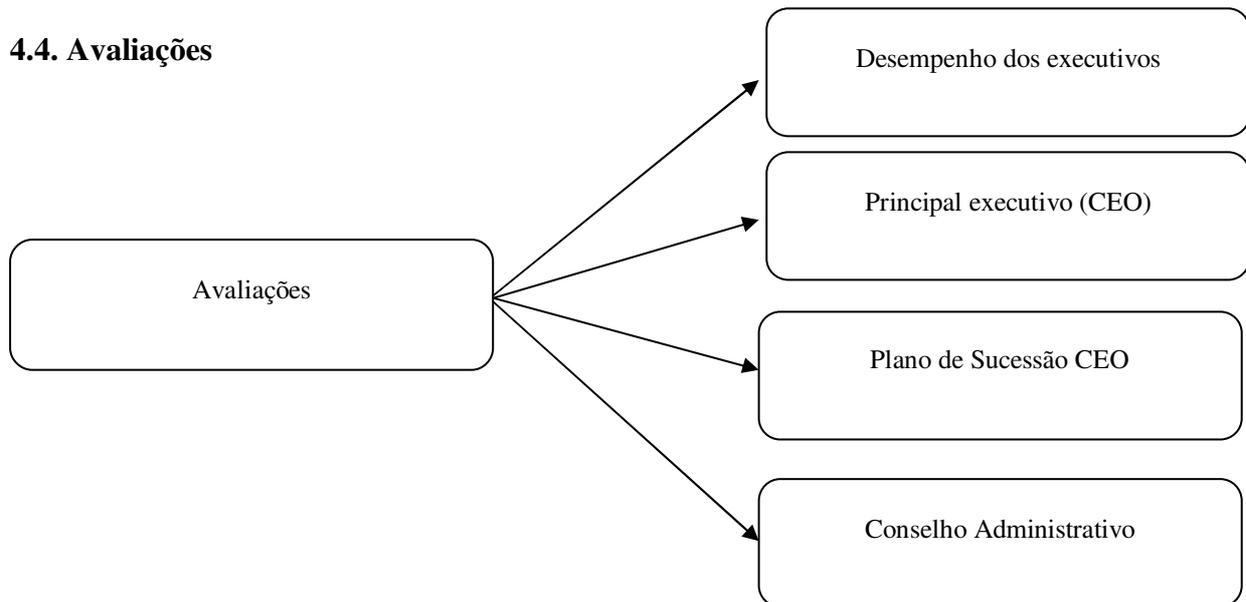
Adicionalmente, este item avaliou os modelos atuais de GC implantados após a entrada dos fundos, que demonstraram mudanças significativas, se comparadas ao cenário anterior, tais como: padronização dos relatórios, monitoramento dos resultados através de reuniões pré-agendadas, estabelecimentos de indicadores financeiros e não financeiros para prestação de contas, contratação de uma empresa externa de auditoria, formação de um conselho administrativo efetivo, entre outras.

Através da pesquisa, verificou-se que todas as empresas entrevistadas foram submetidas às exigências dos fundos, aplicando-se um novo modelo de GC, para que estas se tornassem mais eficientes.

Para os entrevistados, esta nova prática indicou um aumento na transparência das empresas, o que segundo eles, acabaria promovendo um amadurecimento profissional, em

relação à prestação de contas e a equidade societária no âmbito de resolução de conflitos, demonstrando assim, maior credibilidade dos seus negócios ao mercado.

4.4. Avaliações



Este item abrange as inúmeras ponderações que são formuladas pelos fundos de investimentos em relação às empresas que receberam os seus aportes.

Dentre as avaliações utilizadas está o desempenho dos executivos, categoria considerada fundamental pelos fundos, pois impacta na gestão dos negócios. Esta avaliação, de acordo com a pesquisa, é realizada formalmente em duas empresas, o que implica que os executivos são submetidos a uma série de julgamentos, além da constante atenção dos fundos aos resultados gerais obtidos pelas empresas.

E o ponto crucial desta avaliação é o foco na análise do desempenho do principal executivo, denominado CEO (*Chief Executive Officer*), que possui papel fundamental na administração da empresa e nos resultados apresentados.

Todavia, esta verificação não foi detectada nas empresas entrevistadas, o único resquício encontrado ocorreu de forma informal e internamente, não possuindo interferência do fundo. Em outra empresa, o CEO é avaliado coletivamente, entretanto, como as suas responsabilidades são diferenciadas dos demais componentes da organização, há pesos variados.

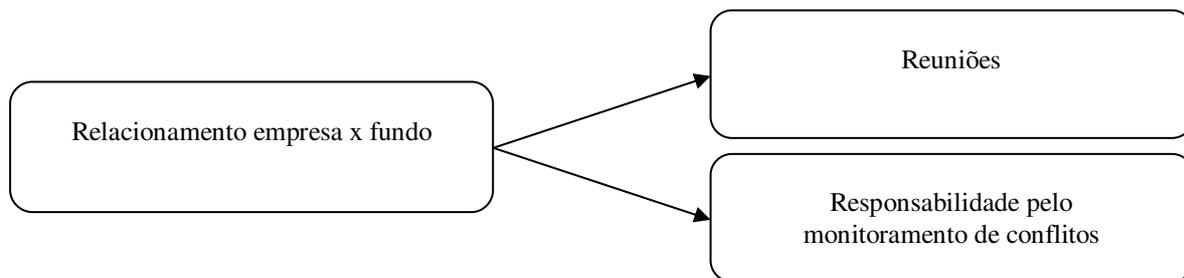
Outro item avaliado pelos fundos é o plano de sucessão do CEO. Alguns fundos aplicam uma política de buscar possíveis sucessores dentro da própria empresa, estimulando e investindo nos potenciais candidatos. Entretanto, diversos fundos preferem procurar externamente à empresa, justificando através de uma mudança da cultura organizacional, quebra de paradigmas e ainda a renovação de energias e idéias.

Entre as empresas pesquisadas, em unanimidade, nenhuma possuía um plano de sucessão formal desenhado pelos fundos, o que leva a um resultado intrigante, de acordo com as análises dos desempenhos anteriores, que atrela tamanha importância ao principal executivo e o seu desempenho administrativo.

A composição do conselho administrativo é algo que repercute diretamente no desempenho e na gestão dos negócios, sendo avaliado pelos fundos que atuam ativamente na sua formação e desenvolvimento. O conselho administrativo é responsável por validar e autorizar as decisões do CEO da empresa.

Observou-se através da pesquisa que os fundos detêm, aproximadamente, 50% das cadeiras de cada conselho administrativo, e em alguns casos esta participação é maior, o que demonstra uma constante atuação e preocupação desses, e o quão imprescindível é o seu consentimento em relação às questões a serem definidas pelo conselho como o plano de metas, as exigências em relação à prestação de contas, quais serão os indicadores a serem seguidos, a eleição dos executivos, entre outras.

4.5. Relacionamento Empresa x Fundo



Ao analisar o investimento de PE/VC, é importante avaliar como ocorre à dinâmica do relacionamento entre a empresa e o fundo, já que habitualmente estas organizações eram companhias familiares, independentes e, geralmente, não possuíam o hábito de prestarem contas e se sujeitarem às intervenções externas.

Pode-se visualizar de acordo com as entrevistas os seguintes aspectos: (i) transparência; e (ii) a empresa investida continuar como acionista majoritário, possuindo certo grau de autonomia, onde podem decidir questões corriqueiras, desde que não atinjam o valor estipulado pelos investidores.

Para acompanhar o resultado das empresas investidas e definir as metas, são realizadas algumas reuniões, entre elas, existe a do conselho administrativo e a do comitê de auditoria. A primeira reunião do conselho administrativo é formal e ocorre anualmente, onde são definidos os planos de metas, as despesas, os gastos e o posicionamento estratégico. Durante o ano acontecem encontros mensais informais, que visam verificar se as metas estão sendo cumpridas. A outra reunião entre o conselho e o comitê de auditoria ocorre apenas uma vez por ano, e é neste ambiente que a auditoria, seja ela interna ou externa, expõe os resultados encontrados.

Este padrão pode ser observado em todas as empresas entrevistadas, ocasionalmente, as pautas de algumas reuniões sofrem alterações pontuais para solucionar ou prever algum conflito específico.

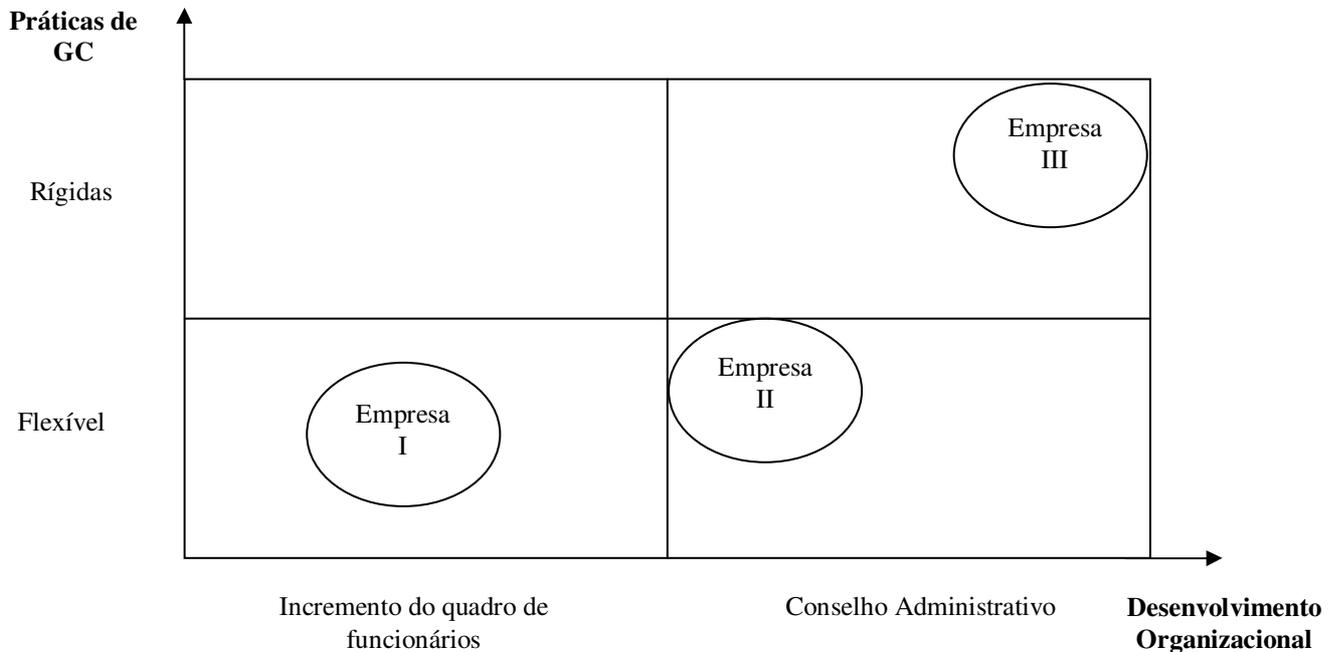
Os fundos, ainda, detêm como função a intervenção em divergências internas das empresas, comuns entre diretores e administradores. Para exercer tal atividade os investidores prezam pela transparência do relacionamento, prestação de contas e equidade, segundo a tríade de GC definida pelo IBGC (2006). Segundo os entrevistados, na maioria dos casos de conflitos internos, a resolução é baseada em diálogos e consenso.

5. CONCLUSÃO

Embora as três empresas entrevistadas estejam em estágios equivalentes de desenvolvimento dos negócios, estas demandam práticas de GC distintas, devido às

peculiaridades dos seus objetivos futuros, que influenciam diretamente na aplicação dessas práticas.

Para aprofundar a consistência da relação proposta, tornou-se necessário estabelecer uma conexão entre o desenvolvimento organizacional interno e as variadas aplicações das práticas de GC, como pode ser observado na figura abaixo:



Legenda:
Rígidas: elevados níveis de transparência, prestação de contas formais e rigorosas. Os fundos auxiliam no planejamento estratégico da empresa e há proximidade intermediária entre as partes.
Flexível: níveis normais de transparência, a prestação de contas é informal e não segue relatórios padronizados. Os fundos orientam a formulação das estratégias e há grande proximidade entre as partes.
Incremento do quadro de funcionários: aumento no número de colaboradores e atração de profissionais experientes e qualificados.
Conselho Administrativo: engloba a sua composição, os encontros (reuniões) e o seus graus de formalidade, as avaliações aplicadas ao seu desempenho e implantas por eles em outros setores.

Figura 2 - Conexão entre o Desenvolvimento Organizacional Interno e as Aplicações das Práticas de GC nas Empresas Entrevistadas.

Fonte: Elaborada pelos autores

Deste modo, pôde-se observar que as práticas de GC aplicadas pelos fundos apesar de serem similares e abrangentes, estas são utilizadas de acordo com as metas das organizações.

Com relação às últimas análises efetuadas nas empresas entrevistadas, direcionadas as opções de saídas dos fundos e os objetivos futuros da empresa, pôde-se observar a inexistência de uma opção de saída pré-determinada, sendo esta estipulada pelo fundo, em conjunto com a visão dos empresários, durante o processo de investimento.

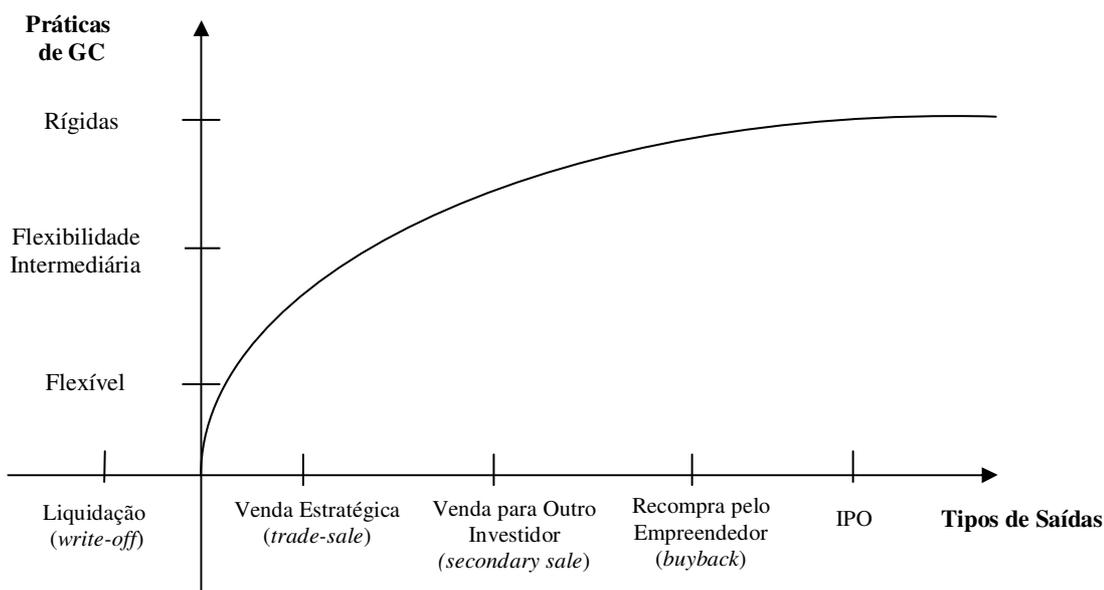
Todavia, a pesquisa se deparou com os diferentes objetivos futuros das empresas entrevistadas, em relação ao desvinculamento com os fundos, conforme os seguintes depoimentos:

“Não temos um segundo fundo e duvido que tenhamos, o próximo investidor da empresa deve ser uma outra empresa, de preferência de porte maior e da mesma área de software. A empresa tem que estar disposta a participar e manipular as decisões estratégicas. Essa é a nossa percepção geral”.

“Contratamos a “Price” para fazer a auditoria da empresa. É um investimento caro, que eleva o nosso custo, mas gera uma maior credibilidade, pois a nossa meta é abrir o capital até 2010, por isso já estamos nos preparando”.

Em relação às considerações dos entrevistados, observa-se que os objetivos futuros das empresas se tornam um fator motivador que impulsiona o desempenho do negócio. Já, as práticas de GC implantadas pelos fundos de investimentos indicam um fornecimento de suporte e estrutura para a concretização desses ideais.

Portanto, foi possível propor a existência de uma correlação, com base na pesquisa, entre os estágios de desenvolvimento das empresas e seus objetivos futuros (opções de saída) em relação às diferentes necessidades aplicadas de orientação e de monitoramento:



Legenda:

Rígidas: elevados níveis de transparência, prestação de contas formais e rigorosas. Os fundos auxiliam no planejamento estratégico da empresa e há proximidade intermediária entre as partes.

Flexibilidade Intermediária: seria o meio-termo das outras duas ponderações, consistindo em níveis normais de transparência, na prestação de contas semi-formais e seguindo padrões pré-estabelecidos pelos fundos. A atuação do fundo mescla o planejamento com a formulação de estratégias.

Flexível: níveis normais de transparência, a prestação de contas é informal e não segue relatórios padronizados. Os fundos orientam a formulação das estratégias e há grande proximidade entre as partes.

Figura 3 - Correlação entre as Opções de Saída dos Investimentos de PE/VC e as Práticas de Governança Corporativa Aplicadas.

Fonte: Elaborada pelos autores

Com base nas opções de saídas dos investidores, verificadas no estudo, estas não são preocupações intrínsecas dos fundos, pois lhes é mais importante implementar novas estratégias e práticas de GC, visando o sucesso do negócio, para posteriormente definir como discorrerá a finalização do investimento, atentando-se para a melhor decisão que beneficie ambas as partes. Contudo, os objetivos futuros das empresas entrevistadas descrevem diferentes tipos de saída, visando à concretização de suas metas.

Desta forma, é possível traçar uma análise comparativa entre as duas figuras: (i) na primeira conecta-se a implantação das práticas de GC ao nível de desenvolvimento interno das empresas, verificando o quanto cada empresa cresceu, verificadas através da evolução na escala; e (ii) na segunda são identificadas as opções de saída, estabelecendo uma correlação entre a maneira como as práticas de GC são implementadas e direcionadas.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar as práticas de GC aplicadas pelos fundos de PE/VC brasileiros. Tais métodos se tornaram essenciais no mercado financeiro após o escândalo da *Enron* e a sucessiva quebra da *Nasdaq*, o que incentivou a reestruturação dos modelos de GC aplicados às empresas.

De acordo com a pesquisa realizada, as três empresas entrevistadas optaram em reduzir a sua liberdade para concretizar o investimento de PE/VC, pois este se demonstrava no período da negociação, mais satisfatório do que outros investimentos encontrados no mercado, pois além do capital, este propiciaria outros benefícios.

Em relação à análise das etapas do processo de avaliação do monitoramento e GC ocorridos nos investimentos realizados pelos fundos de PE/VC, observa-se que as três empresas analisadas possuem estruturas semelhantes, tais como: (i) são de origem nacional, (ii) de pequeno porte, (iii) atuantes no setor de tecnologia e (iv) quando receberam o aporte de investimento, se enquadravam no estágio de VC.

O relacionamento entre as empresas investidas e os seus gestores, observado através do estudo, verificou que os fundos mantinham participação minoritária nas ações das empresas. Acredita-se que esta seja uma política dos investidores, para que os empresários continuem a se sentir “donos do seu próprio negócio”, desta forma, os fundos os incentivam a continuar gerindo o empreendimento de forma eficaz, e com isso, não necessitariam de estímulos externos para assegurar um desempenho satisfatório.

Após a entrada dos fundos verificou-se um maior nível de exigências relacionadas às práticas de GC, estruturadas no tripé de transparência, equidade e prestação de contas, como: (i) implantação de um conselho administrativo; (ii) reuniões formais anuais, que abrangem o resultado final das operações realizadas durante o ano; (iii) reuniões informais mensais, que abordam as metas de curto prazo e acompanhamento dos resultados; e (iv) reuniões semanais informais, para o esclarecimento de dúvidas ou adaptações necessárias.

Além da implementação desses métodos de GC, os fundos efetuam algumas avaliações sobre o desempenho dos: (a) executivos; (b) conselho administrativo; e (c) principal executivo (CEO), sendo aplicadas informalmente, de acordo com a pesquisa realizada.

Posterior a entrada dos fundos ocorre a revisão do plano de metas, pois quando a empresa investida cria o seu *business plan*, nem sempre a sua implantação pode ser viabilizada, necessitando de uma análise profissional. Nos casos avaliados, verificou-se uma análise similar aplicada pelos fundos, que abordava a revisão contínua das metas para elaborar um planejamento

real e que suprisse as necessidades das empresas, e em decorrência formular um plano definido de negócio.

A pesquisa deparou-se com demonstrações de sucesso, como: (i) a maximização do desenvolvimento das empresas; (ii) a criação de novos produtos; (iii) o aumento da credibilidade; e (iv) a geração de novas oportunidades de negócios.

Em suma, pode-se visualizar que as práticas de GC, implantadas após o aporte dos fundos de PE/VC, fornecem evidências de mudanças benéficas nas empresas, tornando-se essenciais para a concretização dos ideais da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BEZERRA J. *Introdução à indústria de private equity no Brasil*. Dissertação de mestrado - Faculdade Getúlio Vargas. São Paulo, 1999.

DENZIN N, LINCOLN I. *Handbook of qualitative research*. Thousand Oaks, CA: Sage, 2000.

GIL A. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4ª Ed. São Paulo. Ed. Atlas, 2002.

GOMPERS P. *The venture capital cycle*. 2ª edição. 2004.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Apresenta informações sobre a instituição. Disponível em: www.ibgc.org.br. Acesso em: 15 out. 2006.

KAMEYAMA R. *Visão geral das atividades de private equity*. Monografia - Ibmecc. Rio de Janeiro, 2001.

LEITE C. *Os fundos de private equity como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa*. Dissertação de mestrado. São Paulo, 1999.

LETHBRIDGE E. *Governança Corporativa. Economista do Convênio*. PNUD/BNDES, 1997.

MATTAR F. *Pesquisa de marketing*. Ed. Atlas, 1996

MUELLER D. The anglo-saxon approach to corporate governance and its applicability to emerging markets. *The author journal compilation*. Vol. 14, nº 4. 2006.

RIBEIRO L. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. Dissertação de mestrado Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

RICHARDSON R. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999

ROMANI G. *O capital de risco no Brasil - uma contribuição a partir da experiência francesa*. São Paulo, 1997. Tese de doutorado. FEA / USP.

WEIR C, LAING D, WRIGHT M. Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2005.