

UNIVERSIDADE FUMEC
FACULDADE DE CIÊNCIAS EMPRESARIAIS-FACE

MARIA DE LOURDES MORAIS DE AGUIAR

POLÍTICAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA APLICADAS POR FUNDOS DE CAPITAL
DE RISCO

Belo Horizonte
2014

MARIA DE LOURDES MORAIS DE AGUIAR

**POLÍTICAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA APLICADAS POR FUNDOS DE CAPITAL
DE RISCO**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Administração, da UNIVERSIDADE FUMEC, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins

Área de concentração: Gestão Estratégica de Organizações.

Belo Horizonte
2014

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

A282p Aguiar, Maria de Lourdes Morais de, 1968-
Políticas e práticas de governança corporativa aplicadas
por fundos de capital de risco/ Maria de Lourdes Morais de
Aguiar. - Belo Horizonte, 2014.
95f. : 29,7 cm

Orientador: Henrique Cordeiro Martins
Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade
FUMEC, Faculdade de Ciências Empresariais, Belo Horizonte,
2014.

1. Governança corporativa. 2. Capital de risco. 3.
Investimentos. I. Título. II. Martins, Henrique Cordeiro. III.
Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Empresariais.

CDU: 658.152



Universidade FUMEC
Faculdade de Ciências Empresariais
Curso de Mestrado em Administração
FACE/FUMEC

Dissertação intitulada “*Políticas e práticas de governança corporativa aplicadas por fundos de capital de risco*”, de autoria da mestranda *Maria de Lourdes Morais de Aguiar*, a ser aprovada pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins - Universidade FUMEC
(Orientador)

Prof. Dra. Cristiana Fernandes De Muylder - Universidade FUMEC

Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

Belo Horizonte, 30 de junho de 2014.

Av. Afonso Pena, nº 3880 - Belo Horizonte, MG - 30130-009 – Brasil - tel.: (31) 3223 8033.

Ao meu marido, José Nogueira, pelo incentivo de transformar algo que parecia tão distante em realidade. E a meu filho, Nathan, minha inspiração e fonte de força.

Aos meus pais, pela presença marcante e apoio em toda a minha educação.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador Henrique Cordeiro Martins, pela imensa colaboração para a realização deste trabalho.

À professora Cristiana Fernandes De Muylder, pelo incentivo, colaboração, carinho e apoio, desde o início do projeto.

À minha grande amiga Juliana Milhorato. Sempre disposta a me ajudar nas mais variadas questões e responsável pela minha inscrição no Mestrado.

Ao professor Luís Cláudio, pela atenção e apoio.

À equipe da FIR, que me receberam de braços abertos. Em especial, Davi Travesso, Andre Emrich, Cristiano Moyses e Lucas Mendes.

Aos meus ex-colegas de trabalho da Devex Mining que não mediram esforços para que esta pesquisa fosse realizada. Em especial, Guilherme Bastos, Luíz Thomaz, Vander Barros e Rodrigo Marinho.

A todos os entrevistados representantes das empresas que, gentilmente, aceitaram participar deste estudo.

A todos os meus amigos e irmãos que entenderam o meu sumiço.

Aos colegas de sala de aula da Turma 15.

E a Deus, por ter-me dado força para concluir esta dissertação.

RESUMO

O objetivo deste projeto foi avaliar as políticas e práticas de Governança Corporativa aplicadas pelos Fundos de Capital de Risco (*Venture Capital*)¹ e seus impactos nas empresas investidas. A pesquisa foi de natureza qualitativa em 6 gestores de empresas investidas no estado de Minas Gerais e 4 gestores de um Fundo de Investimento renomado no Brasil - vencedor do prêmio FINEP INOVAR nas categorias Governança e melhor equipe nos anos de 2009 e 2011. O resultado apontou que o modelo de governança exigido pelo fundo e aplicado pelas empresas aumentou a vantagem competitiva e resultado financeiro. Porém, a maior dificuldade encontrada pelas empresas investidas foi a imposição da adoção das Novas Práticas de Governança orientadas em um Manual único e comum a todas as empresas, inexistindo a adequação destas práticas ao tamanho e capacidade de negócio de cada empresa investida. O estudo ainda apontou que no primeiro momento as empresas buscam estas sociedades para ter acesso ao recurso financeiro e decolar o negócio. A percepção do valor agregado com a adoção das Práticas de Governança acontece somente no final da sociedade – o que pode colocar em risco a sinergia e o planejamento estratégico desta nova sociedade.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Capital de risco (*Venture Capital*). Investidores e empresas investidas.

¹ Capital de Risco, *Venture Capital* ou Capital Empreendedor.

ABSTRACT

The objective of this project was to evaluate the policies and practices of corporate governance applied by the venture capital funds and their impacts on the investees. The research was qualitative and conducted with 6 managers of investees in the state of Minas Gerais, and 4 administrators of Fir Capital; a renowned investment Fund in Brazil; and winner of the award FINEP Innovation in Governance and Best Team in 2009 and 2011. The research findings indicated that the governance model required by the fund and applied by companies increased their competitive advantage and financial results. However, the greatest difficulty encountered by investees was the forced adoption of the new governance practices dictated by a common manual given to all companies. The study also found that these companies are initially partnership in order to receive investment to get to the next level, but they really only glimpse the real value of the governance practices near the end of the agreement. This can be risky for the synergy and strategic planning of this new partnership.

Keywords: Corporate Governance. Venture Capital. Investors and investees companies.

LISTA DE QUADROS

Quadro 01: Descrição dos Entrevistados Fir Capital.....	39
Quadro 02: Funções dos executivos entrevistados.....	40
Quadro 03: Seguimento das empresas investidas.....	45
Quadro 04: Perfil do empreendedor sócio da FIR.....	52
Quadro 05 Impactos causados nas empresas investidas e a Governança.....	62
Quadro 06: Estratégias empresariais.....	66
Quadro 07: Governança empresas investidas.....	72
Quadro 08: Percepção das empresas investidas pós-investimento.....	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Relação projetos apresentados x investimentos aprovados.....	34
--	----

LISTA DE SIGLAS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
Calpers	Fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CIL	Council of institucional investors
DFJ	Draper Fisher Jurvetson
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
ERP	Enterprise Resource Planning
EUA	Estados Unidos da América
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPO	Initial Public Offering
LTDA.	Limitada
PE	Private Equity
P&D	Pesquisa e desenvolvimento
PETROS	Fundo de Pensão de Petroleiros
PREVI	Fundo dos Funcionários do Banco do Brasil
PRI	Principles for Responsible Investment
PUC	Pontifícia Universidade Católica
SARBOX	Sarbanes-Oxley
RAR	Relatório de Aspectos Relevantes
S.A.	Sociedade Anônima
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
TI	Tecnologia da Informação
TMA	Taxa mínima de atratividade
UFMG	Universidade Federal de Minas Gerais

UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro
UNB	Universidade de Brasília
UNEP	Finance Initiative e pelo UN Global Compact
USP	Universidade de São Paulo
VC	Venture Capital
WACC	Weighted average cost of capita

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1 Objetivos.....	15
1.2 Objetivos Gerais	15
1.3 Objetivos Específicos	15
1.4 Justificativas	16
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1 Governanças: Evolução e conceitos	18
2.2 Problemas Inerentes à Governança.....	21
2.3 Modelos de Governança e a Governança Corporativa no Brasil	23
2.4 Políticas e Práticas de Governança Corporativa.....	25
2.5 Marcos Legais da Governança Corporativa	28
2.6 O ativismo dos investidores institucionais	30
2.7 Governanças em Fundos de Pensão: <i>Privaty Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	31
3 METODOLOGIA CIENTÍFICA	34
3.1 Análise dos dados	34
3.2 Análise de conteúdo.....	35
3.2.1 Categoria de análise.....	36
3.2.2 Unidade de análise.....	36
3.3 Descrição dos entrevistados.....	37
3.4 Descrição do caso	40
3.4.1 A empresa <i>Fir Capital</i>	40
3.4.2 Empresas parceiras	43
4 RESULTADO E DISCUSSÃO.....	45
4.1 Parceiros potenciais dos fundos de investimentos.....	46
4.2 Funcionamento do Fundo	49
4.3 Papel da FIR no desenvolvimento das empresas.....	49
4.4 Perfil do empreendedor sócio da FIR	50
5 IMPACTOS CAUSADOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS E A GOVERNANÇA.....	52
5.1 Processos decisórios pós-parceria	57
5.2 Atuação do presidente da FIR	61
5.3 Participação da FIR	62
5.4 Estratégias Empresariais e a valorização humana no modelo de negócio.....	62

5.5 Dinheiro investido	65
6 POLÍTICAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA APLICADAS PELO FUNDO	67
6.1 Estrutura das Empresas e do Fundo.....	68
6.2 Processos	68
6.3 Práticas	70
7 PERCEPÇÕES DAS EMPRESAS INVESTIDAS PÓS-INVESTIMENTO.....	71
7.1 <i>Fir Capital</i> - Investidor de Tecnologia e Inovação	75
7.2 Promessas e cumprimento de acordos	75
7.3 Desinvestimento	77
8 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	79
9 CONSIDERAÇÕES FINAIS	81
9.1 Limitação e sugestões para pesquisas futuras.....	85
REFERÊNCIAS	86
APÊNDICE	92

1. INTRODUÇÃO

Até meados da década de 1970 o Brasil ainda apresentava um mercado de capitais desregulado. Segundo Siffert Filho (1998), no campo corporativo, a maioria das empresas pertenciam a grupos familiares, com capacidade limitada de investimento, e o modelo adotado no país estava calcado em políticas alinhadas com forte proteção às empresas e seus controladores.

A legislação que regulamenta as Sociedades Anônimas permitia que acionistas firmassem pactos formais ou acordos de acionistas, o que lhes conferia poder político suficiente para controlar as companhias.

Após as transformações estruturais ocorridas, com a abertura da balança comercial, a estabilização monetária e o movimento das privatizações, surgiram os primeiros indícios de novas formas de governança corporativa – o que ensejou a transferência da propriedade estatal para grupos privados, forjando uma nova realidade societária – acabando por proporcionar as primeiras experiências de controle compartilhado no país.

De acordo Rotta (2004, p.53), “diante da realidade da globalização, as empresas têm agido em duas frentes. Na primeira, elas têm procurado atender o consumidor através de programas e políticas que visem melhorar suas operações internas e a interação com seu público alvo. Na outra, está o investidor, cada vez mais cauteloso e exigente ao decidir onde aplicar seu capital”. Isto levou a uma busca por resultados financeiros de curto prazo e a investimentos na média dos mercados, em detrimento do investimento em empresas com melhor desempenho ou melhores práticas de governança. Nesse contexto, surgem os investidores institucionais como os fundos de pensão.

Estes fundos são considerados investidores de longo prazo, tendo em vista o horizonte de tempo relativo à formação de poupança dos seus participantes, pessoas físicas que aplicam seus excedentes almejando o recebimento de benefícios por ocasião da aposentadoria. Monks e Minow (2004) definem os investidores institucionais como o grupo que contempla o maior recurso de investimento do mundo. Eles afirmam que um dos principais elementos para o entendimento do estágio atual da governança corporativa, passa pelo entendimento desse grupo.

Os fundos de pensão são investidores institucionais de grande relevância para o mercado de capitais, tanto no exterior quanto no Brasil. À medida que as participações acionárias desses fundos crescem, também cresce a preocupação de se monitorar a atuação dos

gestores das empresas que recebem estes recursos. Shleifer e Vishny (1997) veem a possibilidade dos recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorrendo fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, onde os fornecedores de capital não participam diretamente das decisões corporativas.

Assim, as práticas iniciais de governança corporativa foram estabelecidas como resposta a estes diversos problemas referentes ao relacionamento entre os acionistas e as empresas investidas por estes fundos, a constituição dos conselhos de administração e a atuação da diretoria executiva. Sobre os conselhos, Dalton *et al.* (1998) observaram que a atuação era figurativa, pois não agem no sentido de defender os interesses dos proprietários acionistas, monitorando e controlando a direção. Muito pelo contrário, aprovavam matérias de interesses particulares.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a governança Corporativa pode ser considerada como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos. Tendo como principal objetivo aumentar a confiabilidade entre os fundos de pensão e as empresas em que aplicam seus recursos financeiros. O problema de pesquisa que este estudo se propõem responder: Existem benefícios e impactos nas empresas que receberam aportes de Fundos de Investimentos de capital de risco?

Essa evolução pode ser verificada na tabela abaixo.

1.1 Objetivos

1.2 Objetivos Gerais

O objetivo geral deste trabalho é compreender como funcionam as políticas e práticas de GC, em particular o impacto nas empresas investidas pelo fundo de capital de risco Fundotec II.

1.3 Objetivos Específicos

- a) Listar o perfil das empresas investidas pelo Fundo de Investimento Fundotec II- cuja gestora dos recursos aplicados é a *Fir Capital*;
- b) Avaliar os impactos operacionais causados nas empresas investidas pós-parceria em relação a: Mudança nos processos decisórios, conselhos de administração e planejamento;
- c) Analisar as políticas e práticas, estratégias e mecanismos adotados pela gestora de investimentos visando identificar as principais intervenções da gestora em suas operações e os riscos do financiamento do capital de risco.

1.4 Justificativas

Os grandes escândalos financeiros ocorridos nos EUA e na Inglaterra na década de 1980 e intensificados nos anos 1990 elevaram o tom das discussões sobre a necessidade de as organizações buscarem melhores práticas de gestão. Lodi (2000) ressalta que no centro desse debate encontravam-se fundos de pensão, administradores de ativos e bancos. A união e o ativismo desses agentes provocaram a demissão de todo-poderosos presidentes de grandes empresas, assim como resultaram na criação do primeiro código de melhores práticas de Governança. Andrade e Rossetti complementam que “as boas práticas de governança corporativa permitirão uma gestão ainda melhor, maximizando a criação de valor para os acionistas e para outras partes interessadas nos resultados da ação empresarial” (ANDRADE E ROSSETTI, 2006, p.324).

É consenso entre os agentes que a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e dos países, independentemente do modelo a ser adotado principalmente nas empresas investidas por fundos de pensão. Percebe-se, hoje, que as falhas de gestão de uma companhia, além de vultosos prejuízos que podem causar aos acionistas, podem colocar em risco a credibilidade do mercado como um todo, com reflexos imprevisíveis sobre o nível de atividade econômica em geral. Os estudos mais recentes sobre governança corporativa buscam comprovar que as empresas que adotam as práticas que restringem a expropriação do acionista e do credor têm um melhor desempenho e têm um maior valor de mercado.

No Brasil, o grau de 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 profunda desses mecanismos, estudando os contratos firmados entre investidores, fundos e empresas investidas, consegue-se identificar as estratégias aplicadas, as formas de negociação e os modelos de Governança Corporativa aplicadas, de modo a garantir os interesses de todos os participantes. Rossetti e Andrade (2011) mostram que a falta de boas práticas de governança corporativa é questão chave, das quais resultam vários outros problemas. Para tanto, é necessário que as empresas adotem práticas recorrentes de boa governança, pois elas são importantes, refletindo em externalidades positivas não só para as empresas e seus investidores, mas também para o mercado acionário e a economia do país como um todo, ajudando a minimizar casos de corrupção.

De acordo com Almeida (2001), tradicionalmente a governança corporativa se preocupou em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Entretanto, os conflitos de interesse ocorrem entre uma gama mais ampla de agentes, os stakeholders: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores e sociedade como um todo. Assim, a governança corporativa possui como desafio minimizar os potenciais conflitos de interesse entre esses agentes.

Segundo Dalton *et al.* (1998), quando avaliada a atuação da diretoria executiva, os acionistas manifestavam crescente descontentamento em relação a diversas práticas, como auto benefícios em escalas exageradas, gestão mais focada no curto prazo, estratégias defensivas e decisões não consensuais que exerciam impactos significativos na empresa. Como resposta a esses conflitos, os investidores institucionais passaram a assumir uma postura mais ativa na condução de relações com as empresas nas quais detém participação acionária.

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 Governança Corporativa, o que conseqüentemente colabora para a maior transparência e monitoramento eficaz dos gestores.

Portanto, as mudanças ocorridas nas empresas, como a implantação das práticas de Governança Corporativa mostra-se relevante, justificando dessa maneira, a importância em detectar quais as mudanças ocorridas após a entrada de um novo investidor no negócio.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governanças: Evolução e conceitos

Conforme Vielajus e Sauquet (2010), o conceito da governança não é novo, surgiu do francês e referia-se à política linguística da Idade Média, todavia, seu uso desapareceu por séculos antes de reaparecer de uma forma muito diferente, nos anos 70, quando foi aplicado nas empresas através da expressão Governança Corporativa, que significa a gestão baseada na relação entre o poder dos acionistas com os gestores. Dentro do espírito empresarial, este conceito estendeu-se mais tarde para a questão do modo de participação dos trabalhadores, dos fornecedores, dos parceiros que têm um papel na dinâmica global e da gestão coletiva da empresa.

Outra grande contribuição para o entendimento deste construto advém do trabalho de Bernier, Bouchard e Lévesque (2003), uma vez que os autores avançam consideravelmente nessa discussão, partindo do pressuposto de que a governança não se constitui em um mecanismo único, aplicado a toda realidade. Para eles, cada relação de governança existente possui características próprias, considerando as particularidades de cada ambiente onde se instala.

O exame das mudanças produzidas poderia começar propriamente pelas novas relações entre os proprietários, de um lado, e o controle, do outro, e eram essas relações que Berle Jr. e Means (1932) abordaram em sua obra. Envolve a área por eles denominada finanças corporativas – as relações entre a corporação, gerenciada pelo grupo no controle e os detentores de participações na mesma – seus acionistas, investidores, e, em certa medida, seus credores.

Segundo a clássica definição de Jensen e Meckling (1976), a governança corporativa surgiu para mitigar os conflitos de interesses gerados entre propriedade e gestão de uma empresa. Ainda de acordo com estes autores, o dono do negócio, considerado como autor principal, contrata o agente para desempenhar alguns serviços em seu nome. O principal papel deste agente deveria atender os interesses do dono do negócio.

Rabelo e Silveira (1999) definem a Governança Corporativa como um sistema eficiente que deverá prover mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo autos interessado relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob-regras de contratualidade exclusivamente de mercado.

De acordo com Alves (2001) a governança é um conceito frequentemente difuso, podendo ser aplicado tanto a métodos de gestão da empresa (governança corporativa) quanto a meios de preservação do meio ambiente (governança ambiental) ou formas de combate ao suborno e à corrupção de funcionários públicos (governança pública). Não obstante seu caráter

difuso, o conceito de governança tem como ponto de partida a busca do aperfeiçoamento do comportamento das pessoas e das instituições.

Para a Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, como as empresas, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Neste sentido, boas práticas de governança corporativa estão associadas ao desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais, visando melhores resultados corporativos, minimizando riscos inerentes ao mercado de atuação e melhorando desta maneira a percepção do investidor sobre a empresa.

Em termos conceituais a governança foi descrita por Le Galés (2004) como um processo de coordenação de atores, de grupos sociais, de instituições e entidades diversas, para alcançar objetivos e metas coletivas em ambientes fragmentados, incertos e instáveis. Esse conceito se engendra em um contexto de descentralização e é uma tentativa de se exercitar a corresponsabilidade na gestão de um grupo social, estabelecida em um território e capaz de representar interesses coletivos. Procopiuck e Frey (2008) reiteram que o termo indica a criação de uma estrutura ou de uma ordem que não pode ser externamente imposta, mas é resultado da interação de uma multiplicidade de agentes que se auto influenciam na condução de esforços, buscando objetivos sociais. Também, a adoção de uma estrutura de governança provoca mudanças nas organizações, tornando-as menos hierárquicas, estimulando o sentido de responsabilidade e a tendência ao debate, além de fortalecer o papel de diferentes atores (CRUZ, 2006).

Chapman (2006) desenvolve um esforço singular para justificar que um sistema de governança corporativa eficaz é fator primordial na redução do risco operacional e, conseqüentemente, na redução do risco total da empresa. Nobili (2006) esclarece que um sistema de governança corporativa engloba normas formais e informais, assim como práticas aceitas e mecanismos de fiscalização que devem ser adotados pelas empresas que desejem ser consideradas idôneas e transparentes pelo mercado. Enquanto na segunda metade dos anos 1990 o conceito de governança corporativa já era conhecido nos EUA e Europa, no Brasil o termo ainda não era conhecido (IBGC, 2009).

Nascimento, Bianchi e Terra (2007), definem a governança corporativa como um conjunto de mecanismos que serve para monitorar através desse controle, a gestão e o desempenho das organizações; ou, ainda, pode ser definida como uma forma de esforço contínuo em alinhar os objetivos da alta administração aos interesses dos acionistas ou proprietários, por meio da adoção de práticas mais eficazes de monitoramento.

Neste sentido, Rossetti e Andrade (2011), afirmam que a governança corporativa vem sendo estudada há mais tempo em países desenvolvidos ganhando cada vez maior importância no Brasil, não sendo um conceito popular, principalmente pelo fato de ainda não haver um consenso na sua definição. Ainda segundo os autores, dado o conjunto de diversidades, somados ao desenvolvimento ainda recente de governança corporativa, é também grande a diversidade de conceitos que se encontra na literatura técnica nesta área. Ainda segundo os autores os conceitos que mais se aproxima com os processos e objetivos de alta gestão que se observam nas corporações podem ser reunidos em quatro grupos que olham a governança como: guardião de direitos das partes - com interesse em jogo nas empresas; sistema de relações - pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; estrutura de poder - que observa no interior das corporações; sistema normativo – que rege as relações internas e externas das companhias.

Ainda neste sentido, Andrade e Rossetti (2005), citado por Martins, Henrique Cordeiro (2005), que apesar da grande variedade de conceitos que envolvem o tema, os autores definem, em síntese, a Governança Corporativa como “o conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas” (CORDEIRO, p.25, 2005)².

2.2 Problemas Inerentes à Governança

Berle e Means (1932) iniciaram discussão, ainda que embrionária, do que viria a se tornar a teoria da agência. Apesar deste movimento somente ter se iniciado por volta dos anos oitenta, já em meados do século XX vários teóricos discutiam os custos incorridos pelas empresas de capital aberto, especialmente os relativos aos conflitos latentes entre gestores e acionistas. A teoria da agência adota como argumento central necessidade de o gestor contratado agir em defesa dos interesses do proprietário. Os autores concluíram que o principal interesse dos proprietários consiste na obtenção de lucro máximo compatível com razoável grau de risco e na distribuição apreciável desses lucros o quanto possibilitem os objetivos do negócio.

²Revista de Administração da FEAD-Minas - volume 2, nº 2, Dezembro/2005 143 RESENHA ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a teoria de agência a partir da premissa de que, com a separação entre propriedade e administração, segundo o princípio do interesse financeiro próprio, o gestor tenderia a maximizar sua utilidade, o que não necessariamente convergiria para a maximização da utilidade do acionista. Como consequência da relação de agência, os autores afirmam a impossibilidade de alinhamento dos interesses sem incorrer em custo de agência, quais sejam:

- i)** - custos de monitoramento dos contratos pelo principal - ou seja, as despesas incorridas para verificar se os agentes estão atuando da maneira desejada pelo principal;
- ii)** - custos incorridos pelo agente para garantir seu comprometimento com os interesses definidos seja o valor das perdas impostas ao principal devido às atitudes tomadas pelos agentes divergentes daquelas que maximizam o ganho do principal. Em suma, os custos de agência representam o gasto de recursos econômicos devido às dificuldades existentes no alinhamento das decisões tomadas pelos agentes segundo os interesses do principal.

Para Sahlman (1990) os problemas de agência são particularmente recorrentes na indústria de PE/PV, devido ao elevado grau de assimetria de informação existente entre as organizações gestoras dos fundos, que em muitos casos participam ativamente da administração das empresas de sua carteira. Entendendo a importância das transações estabelecidas pela firma, Jensen e Meckling (1976) destacam que a essência da firma são as relações contratuais por ela estabelecidas sejam com empregados, fornecedores, clientes ou investidores.

Dessas relações contratuais surgem os custos de agência, que, apesar de variarem de firma para firma, sempre existem e exercem grande influência no desempenho geral da organização. Ainda segundo os autores, um relacionamento de agência é definido como um contrato em que uma parte (o principal) emprega outra parte (o agente) para realizar algum serviço em seu benefício, o que envolve a delegação de algum poder de decisão ao que muitas vezes não são de interesse do principal. Para limitar estas divergências, o principal estabelece incentivos apropriados e também incorre em custos de monitoramento para induzir o agente a agir de acordo com os seus interesses.

Rossetti e Andrade (2011) afirmam que os conflitos de agência- tanto os derivados do oportunismo de gestores face à dispersão e à ausência dos acionistas, quanto aos associáveis a estruturas de propriedade acionária que ensejam a expropriação dos direitos de minoritários por ações oportunistas de majoritários – são as razões fundamentais do despertar da governança corporativa. A literatura existente sobre a atividade de *Private Equity* também faz uso da teoria da agência para analisar os possíveis conflitos que podem existir entre as partes envolvidas.

Os fundos, que têm prazo definido para serem encerrados, geralmente possuem longa duração (dez anos ou mais, com possibilidade de prorrogação), o que resulta em uma posição líquida para os investidores por um grande período de tempo (Carvalho *et al.*, 2006). Além disso, a remuneração das partes envolvidas é claramente definida no início da parceria.

A literatura existente sobre a atividade de *Private Equity* e *Venture Capital* faz uso da teoria da agência para analisar os possíveis conflitos que podem existir entre as partes envolvidas. Segundo Jensen e Meckling (1976), um relacionamento de agência é definido como um contrato em que uma parte (o principal) emprega outra parte (o agente) para realizar algum serviço em seu benefício, o que envolve a delegação de algum poder de decisão ao que muitas vezes não são de interesse do principal. Para limitar estas divergências, o agente principal estabelece incentivos apropriados e também incorre em custos de monitoramento para induzir o agente a agir de acordo com os seus interesses.

2.3 Modelos de Governança e a Governança Corporativa no Brasil

Rossetti e Andrade (2011), afirmam que não existe um modelo universal de governança corporativa. As diferenças resultam da diversidade cultural e institucional das nações. Decorrentes delas estabelecem-se vários fatores de diferenciação da governança. Uns definem-se no ambiente externo às organizações; outros se desenvolvem internamente. Entre os diferenciais externos destacam-se: **i)** - as proteções legais aos acionistas e outras categorias de regulação; **ii)** - as fontes predominantes de financiamento das empresas; **iii)** - o estágio em que se encontram, no país, as práticas de boa governança. Entre os internos, os mais destacados são: **i)** - separação entre a propriedade e a gestão; **ii)** - a tipologia dos conflitos de agência; **iii)** - as dimensões usuais, composição e a forma de atuação do conselho de Administração.

Ainda segundo Rossetti e Andrade (2011), os modelos de governança estão assim classificados:

i) -Modelo anglo-saxão – caracterizado pela pulverização do controle acionário e separação da propriedade e da gestão. As empresas são financiadas via mercado de capitais: *equity* é fonte predominante. O conflito básico é entre acionistas e gestores, mas com forte proteção legal dos minoritários. Atual com foco nos direitos dos acionistas e são atentos ao objetivo essencial do modelo, que é o de maximizar o valor da companhia e o retorno dos investimentos. O modelo é *shareholders oriented*;

ii) - Modelo japonês e o alemão - De acordo com Marchet (2001) o sistema alemão é caracterizado por um nível maior de concentração acionária e por uma participação acionária de longo prazo, assim como possui baixa liquidez no mercado de capitais. Por isso, nesse sistema, as organizações possuem investidores que detêm parcela significativa das ações e, devido a esse fato, podem gerenciar de forma mais efetiva. Essa concentração de propriedade dá ao investidor o incentivo e a capacidade para monitorar e controlar a administração. Neste sentido Xu; Wang, (1997) afirmam que o sistema de governança japonês e o alemão estão incluídos em um mesmo grupo, que possui como característica principal a presença de uma grande concentração de propriedade que gera incentivo e poder de monitorar e controlar a administração das empresas;

iii) -Modelo latino europeu - Segundo Rotta (2004), quanto à União Europeia, o bloco tem procurado incentivar e sistematizar a implementação das práticas de governança corporativa nos estados membros. Seguindo o padrão americano, a coordenação prevê estudos sobre as ações de longo prazo na estrutura dos conselhos de diretores das corporações, bem como responsabilizar os diretores por violações comerciais da empresa;

iv) - Modelo latino americano - Com base em Rotta (2004), o modelo latino americano de governança corporativa está direcionado ao acionista, ou seja, utiliza mecanismos cujos objetivos consistem no alinhamento dos interesses da administração aos dos acionistas. Esta é uma das razões pelas quais, nos Estados Unidos, as ações têm um valor maior quando comparadas com outros mercados. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, os mercados de capitais participam mais do controle acionário das empresas. Na Alemanha e no Japão, ocorre o fato de que as instituições financeiras participam do controle das organizações. Na Europa Continental, os acionistas se organizam em blocos para poderem exercer o poder nas companhias.

Segundo Lethbridge (1997), devido à internacionalização dos investimentos dos investidores institucionais norte-americanos. O modelo norte-americano de governança foi adotado por diversos países. Para atrair esses investimentos, tornou-se fundamental a adoção de práticas de governança semelhantes às adotadas nos EUA. Como esses fundos possuem prerrogativas de grandes acionistas e, na maioria das vezes, adquirem um percentual considerável de ações, passam a exercer atividades de monitoração de forma ativa nas empresas investidas. Segundo o autor, além das limitações do modelo, existem diferenças de estrutura de propriedade. Enquanto o mercado americano se caracteriza por propriedade pulverizada, os demais países (à exceção da Inglaterra) apresentam alta concentração de propriedade. Ainda segundo o autor a pulverização da propriedade no mercado norte-americano elevou a

quantidade de empresas nas carteiras dos fundos de pensão e contribuiu para o aumento dos custos de monitoração. Para minimizar esses custos, os fundos passaram a adotar uma postura de administradores de recursos indexados a um determinado índice de mercado.

É grande influência exercida pelos investidores institucionais no Modelo anglo-saxão de governança. O *Calpers*, um dos maiores fundos de pensão do mundo, está presente em 2.500 empresas e tem US\$217 bilhões investidos em ações. De sua mobilização resultou a criação do *Council of institutional investors (CIL)*, um influente conselho externo que define práticas de boa governança, propõe alterações na legislação, monitora as corporações, avaliando-as segundo seus padrões de governança e influenciando na constituição dos seus Conselhos de Administração, (ANDRADE E ROSSETTI, 2011).

Segundo Silveira (2009), no Brasil vislumbram dois modelos de governança corporativa.

i) - o tradicional – com maioria de empresas com controle familiar, alto nível de emissão de ações preferenciais, alta concentração de ações ordinárias em posse de acionistas controladores e baixo nível de concessão de *tag along*;

ii) - o emergente – maior peso de empresas com controle compartilhado, maior difusão da base acionária, com presença de companhias sob o controle minoritário, emissão exclusiva de ações com direito a voto, concessão voluntária de *tag along*, busca por outros mecanismos para manutenção do controle de fato, com o surgimento das *poison pills*³ brasileiras.

2.4 Políticas e Práticas de Governança Corporativa

Um movimento mais incisivo pela adoção de práticas de Governança Corporativa surgiu em 1984 nos EUA, quando conselheiros e diretores da Texaco decidiram recomprar parte das ações da empresa com expressivo ágio no intuito de evitar que um acionista minoritário adquirisse maior participação. Por conta disso, um dos acionistas e um dos maiores fundos de pensão norte-americanos, a *Calpers* – fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia – decidiu que não seriam mais aceitos comportamentos similares a esse por empresas investidas. Com o passar do tempo e a adesão de outros fundos a essa medida, os investidores institucionais

³*Poison pills*, que é um instrumento jurídico adotado pelas companhias com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil - diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração.

passaram a trabalhar por um aprimoramento das políticas de proteção aos acionistas minoritários conforme (CLARKSON, 2001).

O primeiro código das melhores práticas de governança corporativa, proposto por *Cadbury* (1992), baseado nos princípios de transparência, integridade das informações e *accountability*, contém proposições que se tornaram consagradas nos códigos que lhe sucederam. Este código afirma ser “uma boa prática para as companhias estabelecer a função de auditoria interna para monitorar regularmente os controles e procedimentos importantes” (CADBURY, 1992, p. 29). “A importância da governança corporativa e seu relacionamento com o valor da empresa e o custo de capital” explicado por (SILVEIRA, 2006a, p. 37).

Rossetti e Andrade (2011) mostram que a falta de boas práticas de governança corporativa é questão chave, das quais resultam vários outros problemas. Para tanto, é necessário que as empresas adotem práticas recorrentes de boa governança, pois elas são muito importantes, refletindo em externalidades positivas não só para as empresas e seus investidores, mas também para o mercado acionário e a economia do país como um todo, ajudando a minimizar também casos de corrupção.

As chamadas boas práticas de governança corporativa têm se desenvolvido recentemente, como reflexo da abertura da economia, do processo de privatização de empresas estatais, do aumento de investimentos estrangeiros diretos e indiretos no País, do desenvolvimento do mercado de capitais e da intensificação das negociações das ações de empresas brasileiras nas principais bolsas internacionais (IBGC/BOOZ ALLEN, 2003).

Segundo Garcia (2005), dentre as mais importantes iniciativas com vistas a programar boas políticas e práticas de governança no Brasil, podem ser citadas:

- i) a reformulação da Lei das S.A.,
- ii) a criação e atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC);
- iii) a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da BOVESPA e;
- iv) maior destaque dado à atuação dos investidores institucionais que atuam nos fundos de pensão

Ao ativismo das bolsas e dos fundos e às pressões por melhores práticas dos investidores estrangeiros, soma-se ampla difusão dos princípios da governança pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Criado em 1995, foi do IBGC o primeiro Código de Governança proposto no Brasil. Editado em 1999, foi revisado em 2001 e 2004. Teve tendo como apoio a Bolsa de Valores de

São Paulo (BOVESPA). Este instituto é considerado nacional e internacionalmente um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de governança corporativa no país, pelo reconhecimento e disseminação da importância das boas práticas e pelo crescente interesse das empresas brasileiras em se fortalecerem através da adoção das mesmas.

Segundo a definição do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a Governança Corporativa 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. A finalidade das boas práticas de Governança Corporativa é aumentar o valor da sociedade, facilitar o acesso seu acesso de capital e contribuir para a sua perenidade.

Em continuidade à análise do IBGC, a boa Governança Corporativa 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:

- i)** O Conselho de Administração;
- ii)** A Auditoria Independente;
- iii)** Conselho Fiscal.

As linhas mestras do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa segundo o IBGC (2009) são:

- i)** transparência;
- ii)** prestação de Contas (*accountability*);
- iii)** equidade;
- iv)** responsabilidade Corporativa.

Ainda segundo o IBGC, na teoria econômica tradicional, a GC surge para superar os chamados “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno de distinção entre propriedade e gestão empresarial. Onde o “principal” (investidor), delega ao “agente” (empresário/empreendedor) o poder de decisão. Surgindo os “conflitos de agência”, pois os interesses destes administradores nem sempre estão alinhados com os de seu titular.

Os fundos de venture capital tentam amenizar estes 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*).

IBGC ainda afirma que a empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa 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.

2.5 Marcos Legais da Governança Corporativa

Na transição do século XX e XXI, o Brasil assistiu a um impactante conjunto de reformas em estatutos legais, seguido de novas regulações e recomendações da CVM, que mudaram o cenário da governança corporativa no país. As duas reformas de maior impacto foram a Lei das Sociedades por Ações, em 2001, e a do Código Civil em 2002 (ROSSETTI e ANDRADE, 2011).

Ainda segundo Rossetti e Andrade (2011) afirmam que enquanto o Brasil passava por estas mudanças nos importantes estatutos legais, Estados Unidos passava por uma das mais amplas reações regulatórias devido aos escândalos às mega fraudes corporativas. Neste cenário surge no mundo dos negócios no início do novo milênio: a Lei *Sarbanes-Oxley*, de 2002. Como as disposições desta lei alcançam empresas estrangeiras com emissões de capital no mercado norte-americano, elas se somaram aos novos marcos legais aplicáveis do sistema empresarial do país. Foram destacados onze aspectos, dentre eles: **i)** - a redução do limite máximo de emissão de ações preferenciais; **ii)** - a redefinição dos direitos dos titulares de ações preferenciais; **iii)** - a competência e a convocação da Assembleia Geral de acionistas; **iv)** - a composição, o funcionamento e a competência do Conselho Fiscal; **v)** - a composição e a competência do conselho fiscal; **vi)** - a eleição e a composição da Diretoria Executiva; **vii)** - os acordos de acionistas; **viii)** - a alienação do controle das companhias abertas; **ix)** - a arbitragem e a solução de conflitos internos; **x)** - as novas formalidades inseridas no Código Civil; **xi)** - o alcance da Lei Sarbanes-Oxley.

De acordo com o estabelecido no âmbito da Lei das S.A. — Lei n.6.404, de 15 de dezembro de 1976, a governança corporativa é consideravelmente mais ampla do que apenas a visão do conselho de administração. Instâncias como a assembleia geral de acionistas, o conselho fiscal, a presidência e a diretoria da empresa, os comitês de assessoramento ao

conselho de administração e a área de relações com investidores são relevantes para definição da estratégia e para tomada de decisões também estratégicas. Para se compreender a importância da governança corporativa, é preciso entender seu possível impacto sobre as empresas.

A ideia básica é a de que, em uma população de companhias, algumas se diferenciem como “empresas com boa governança”. Essas empresas se tornariam mais atraentes para os investidores, aumentando a qualidade de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias. Como consequência da maior oferta de recursos, decorrente do aumento da demanda dos investidores por seus títulos, haveria uma diminuição do custo de capital dessas companhias, tanto do custo do capital próprio via ações, quanto do custo de capital de terceiros via debêntures, bônus e capital, tecnicamente denominado WACC (*weighted average cost of capital*).

Como consequência imediata de um menor WACC, haveria um incremento no valor das companhias, futuros para a empresa (FCLE) trazidos a valor presente por uma taxa de desconto medida pelo WACC. Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade (TMA) da companhia, possibilitando o empreendimento de mais projetos e aumentando a rentabilidade dos projetos existentes. Consequentemente, a diminuição da taxa mínima de atratividade aumentaria a competitividade da companhia.

Neste início de século esse cenário começou a mudar. Inspirada no modelo do Neuer Market alemão, em dezembro de 2000 a então BOVESPA lançou segmentos especiais de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometiam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativas adicionais em relação ao que exigia a legislação. Surgiam assim os chamados níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 e o novo mercado, que prometiam transformar o mercado de capitais brasileiro em uma opção. Foram implementadas outras iniciativas institucionais, como a criação do IBGC e de seu código de governança corporativa – atualmente na quarta edição, lançada em 2009. Somadas a essas medidas, são exemplos de iniciativas governamentais, no campo legal, a reforma da Lei n.6.404/1976, por meio da Lei n. 10.303/2001, a Lei 11.638/2007, que trata do processo de convergência com as práticas contábeis internacionais, bem como uma série de atos normativos emitidos pela CVM. Os resultados logo se fizeram sentir, com a retomada do

mercado de capitais, haja vista o grande boom do *sinitial public ofeering* (IPOS⁴) ocorridos entre 2004 e 2007. (GORGA, 2008; CANNELAS; LEAL; BORTOLON, 2008).

Ainda nesse sentido, Silveira (2009) explica que em passado recente 100% das empresas tinham controlador majoritário (detentor de mais de 50% das ações votantes). Atualmente, é perceptível a presença de cerca de 10% das companhias listadas com estrutura de controle mais dispersa (controle de fato por um grupo com menos de 50% de ações votantes), o que caracteriza um controle minoritário. Esses movimentos vêm impactando diretamente em melhorias, notadamente, no *disclosure* das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, como, por exemplo, a maior facilidade de acesso aos portais eletrônicos de relações institucionais e o aprimoramento das informações sobre o modelo e as práticas de governança corporativa das empresas. São notórias, também, mudanças que visam à adoção de práticas de governança corporativa compatíveis com as recomendações do IBGC, como a separação de funções entre CEO e *chairman*, criação de comitês do conselho de administração, busca de maior participação dos acionistas em assembleias, tendência a instalação do conselho fiscal de forma permanente e o uso de conselheiros independentes em nível compatível com o indicado pelo regulamento da BM&BOVESPA.

2.6 O ativismo dos investidores institucionais

Os investidores institucionais, segundo Monks e Minow (2004), representam o grupo que contemplam o maior volume de recursos de capital do mundo. Os autores ainda afirmam que um dos principais elementos para o entendimento do estágio atual da governança corporativa passa pelo entendimento deste grupo.

Para melhor entendimento do surgimento do movimento de ativismo dos investidores temos que conhecer as razões históricas para o despertar da governança corporativa, com atenção específica para os conflitos de agência que surgem naturalmente no ciclo vida e maturação das empresas. O processo de evolução natural das empresas sugere que, obtendo sucesso, a empresa tende a crescer e, com o passar dos anos a sucessão no comando na

⁴IPO é a sigla para a expressão em inglês *Initial Public Offering*, que significa a abertura do capital de uma empresa no mercado acionário.

empresa deverá ocorrer. Como resultante deste processo, seus fundadores acumulam funções de proprietários e gestores. Em algum momento no futuro a separação da propriedade e gestão deverá ocorrer, e cada vez mais outros gestores não ligados à empresa assumirá a administração diária dos negócios.

Historicamente, as empresas eram administradas pelos fundadores-proprietários e seus descendentes, ficando, portanto, a propriedade e o controle nas mesmas mãos. Devido ao crescimento e evolução das corporações, surgiu a necessidade de contratação de gestores profissionais, ocasionando a separação entre propriedade e controle. Essa prática levou a um novo comportamento, com atividades claramente definidas: de um lado, os sócios ou acionistas tornaram-se especialistas na avaliação dos resultados corporativos e na aplicação de seus recursos em projetos com mais chances de retorno; do outro, os gestores firmaram-se como especialistas nos negócios, com a obrigação de maximizá-los em benefício dos acionistas (DAVIS; THOMPSON, 1994).

Mediante aos diversos problemas referentes ao relacionamento entre os acionistas e as empresas investidas, surgem as práticas iniciais de governança corporativa, estabelecendo a constituição dos conselhos de administração e a atuação da diretoria executiva. Como resposta a esses conflitos, os investidores institucionais passaram a assumir uma postura mais ativa na condução destas relações. Segundo Gillan e Starks (1997), entendem que o movimento do ativismo pode ser observado como uma sequência contínua de reações ao desempenho das empresas. Ainda conforme os autores, os fundos de pensão públicos, são os mais propensos ao ativismo.

Segundo os estudos de Wahal (1994), não foi encontrado evidências de melhorias no desempenho das empresas de ações em longo prazo. Entretanto, em contraste com outras instituições, os fundos de pensão não reduziram suas participações nas empresas com baixo desempenho.

2.7 Governanças em Fundos de Pensão: *Privaty Equity e Venture Capital*

Segundo Carvalho *et al.*,(2006) a atividade de *Private Equity e Venture Capital* pode ser definida como uma forma de investimento privado de longo prazo, que conta com a participação de quatro atores: as organizações gestoras, os veículos de investimento, os investidores e as empresas investidas. As organizações gestoras são responsáveis pela captação

de recursos de instituições e indivíduos (investidores), pela estruturação dos veículos de investimento (usualmente chamados de fundos de PE/VC), pela seleção dos negócios, pela realização dos investimentos (o que geralmente ocorre por meio de compra de participação acionária), pelo monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio, e, por fim, pela liquidação da participação.

O termo *Venture Capital* usualmente é empregado na literatura para designar o investimento realizado em empresas que se encontram em estágios de desenvolvimento iniciais, em que o gestor monitora mais intensamente o negócio, enquanto o termo *Buyout* é utilizado para os investimentos em empresas em fase posterior de desenvolvimento, sem que isso necessariamente implique em um menor envolvimento do gestor. Ambas as categorias podem ser inseridas em um grupo mais abrangente, comumente denominado de *Private Equity*, (RIBEIRO, 2005). No Brasil, costuma-se tratar estas formas de investimento conjuntamente sendo que o termo capital de risco muitas vezes é empregado.

Até recentemente, existia pouquíssima informação a respeito da atividade de PE/VC no Brasil. O maior levantamento sobre o assunto já efetuado no país foi concluído em 2005, iniciativa esta batizada de “Primeiro Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*” e realizada pelo Centro de Estudos em PE/VC da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe). O Censo contou com a participação de 71 empresas gestoras de PE/VC com escritórios no Brasil. Em dezembro de 2004, estas organizações administravam 97 veículos de investimento, tinham 306 empresas em seus portfólios e eram responsáveis pela gestão de US\$ 5,58 bilhões em capital comprometido (Carvalho *et al.*, 2006).

Ainda ano de 2006, a Fundação Getúlio Vargas (GVcepe) lançou a primeira fotografia da indústria de PE/VC no Brasil. Escrito por Antonio Gledson de Carvalho, Leonardo de Lima Ribeiro e Cláudio Vilar Furtado, o livro “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* - Primeiro Censo Brasileiro” foi o resultado de mais de dois anos de trabalho junto a todas as 71 organizações gestoras de PE/VC que atuam no País. O estudo proposto nesta pesquisa está limitado aos investimentos de *Private Equity*.

Os investimentos do tipo PE/VC podem funcionar como uma alternativa para empresas que dificilmente teriam acesso às formas tradicionais de financiamento do sistema financeiro, como empréstimos bancários, por exemplo. Empresas empreendedoras, bem como firmas que passam por dificuldades e necessitam de reestruturação para prosseguir no mercado são exemplos de possíveis negócios que poderiam fazer parte do portfólio de um fundo de PE/VC. As organizações gestoras buscam este tipo de negócio, pois, apesar do alto risco

envolvido, existe o potencial de obtenção de retornos significativos nos investimentos realizados.

Na atividade de *Private Equity* e *Venture Capital*, existem duas configurações possíveis para o par principal-agente. No relacionamento entre as organizações gestoras de PE/VC e os investidores, os primeiros são os agentes, e os últimos, os principais, já que os gestores são contratados para gerir o capital dos investidores. Já no relacionamento entre os gestores e as empresas de suas carteiras de investimentos, os gestores assumem o papel de principais, enquanto as empresas investidas são os agentes.

De acordo com Sahlman (1990), uma organização típica de *Venture Capital* constituída como uma *limited partnership*, onde o gestor atua como *general partner* e os investidores como *limited partners*. O termo “*limited*” se refere à responsabilidade limitada sobre os passivos do fundo. O autor destaca que esta relação é governada por um acordo contratual que deixa claro os direitos e as obrigações de cada grupo envolvido, e que a estrutura de *limitedpartnership* impõe uma série de condições tais como: a duração do fundo é pré-determinada; a transferência de cotas dos fundos é restrita; o abandono da parceria antes da data de término é proibido; e os *limited partners* não podem participar ativamente da administração do fundo.

Conforme mostra a pesquisa de Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006). Embora o *Venture Capital* seja essa alternativa, não significa que os investidores vão arriscar, tornando-se sócios de todos os projetos. Pelo contrário, a porcentagem de negócios acertados entre PMEs e fundos de investimento, em relação à quantidade de oferta oferecida pelas próprias empresas, é bem pequena. Segundo os autores, poucos planos de negócio enviados pelos empreendedores são aceitos, e menos de 10 % dos projetos para captação conseguem passar pelas diversas fases de análise do investidor. A tabela a seguir apresenta dados referentes com base no primeiro censo brasileiro de *Venture Capital* realizado pela FGV-EAESP, em 2005.

Esse crescimento pode ser verificado na tabela que apresenta a evolução dos investimentos realizados no Capital de Risco desde 1980 a 2001.

Tabela 01 - Relação projetos apresentados x investimentos aprovados

Meios de apresentação	Propostas recebidas	Proposta analisadas	Investimentos realizados
Espontânea	2.297	352	6
Recomendação	1301	310	16

Prospecção		177	13
Total	3.598	840	35

Fonte: CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006, p.12.

3 METODOLOGIA CIENTÍFICA

A metodologia proposta para a execução desta pesquisa foi de natureza qualitativa, descritiva, tendo como unidade de análise as empresas que receberam capital de risco da FIR e a própria FIR. Para Bauer e Gaskell (2002), a finalidade real da pesquisa qualitativa não é contar opiniões ou pessoas, mas, ao contrário, explorar o espectro de opiniões, as diferentes representações sobre o assunto em questão.

3.1 Análise dos dados

Foi criado um roteiro de entrevista semiestruturada (apêndice A), para captar as respostas propostas na pesquisa. Segundo Marconi e Lakatos (1999), as entrevistas em profundidade possibilitam obter informações relevantes, precisas e aprofundadas, que não se encontram disponíveis em fontes documentais.

A coleta de dados foi realizada pelo próprio pesquisador, por meio de um roteiro de questões abertas, elaborado em dois questionários, um para as empresas investidas e outro para a gestora dos Investimentos *Fir Capital*.

A população alvo desta pesquisa foi a gestora do fundo de capital de risco Fundotec II – *Fir Capital* e as empresas investidas por este fundo. Todas as empresas com operações ativas, e receberam os aportes nos últimos 5 anos. Estas empresas ainda estão passando por fase de crescimento orgânico ou em fase de desinvestimento.

As entrevistas foram aplicadas em quatro executivos da *Fir Capital* com participação ativa nos conselhos de administração das empresas investidas e seis executivos sócios fundadores, presidentes e diretores com poder de decisão nas empresas que receberam o aporte de capital.

3.2 Análise de conteúdo

O método adotado foi o de análise de conteúdo, aplicado às respostas que o dirigente de cada empresa investida deu ao conjunto de perguntas e às diretrizes que compuseram a entrevista. As respostas dadas às questões estruturadas permitiram a análise com base nas categorias de análises estabelecidas a partir do objetivo geral e dos objetivos específicos. A abordagem qualitativa foi escolhida para esta pesquisa pelo seu vínculo com as experiências sociais e pelos seus objetivos e resultados esperados.

Após a coleta das informações, foi feito o seu tratamento. As análises foram realizadas por meio de interpretações decorrentes da análise de conteúdo. Para Bardin (1977), a análise de conteúdo abrange as iniciativas de explicitação, sistematização e expressão do conteúdo de mensagens, com a finalidade de se efetuarem deduções lógicas e justificadas a

respeito da origem dessas mensagens — quem as emitiu, em que contexto e/ou quais efeitos se pretendem causar por meio delas. A autora ainda define como um conjunto de técnicas de análise de comunicação que visa a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo de mensagens, indicadores quantitativos ou não, que permitem a interferência de conhecimentos relativos às condições de produção e recepção dessas mensagens.

3.2.1 Categoria de análise

Por se tratar de uma pesquisa ampla, algumas categorias de análises foram criadas para facilitar o entendimento em relação à busca dos objetivos. Primeiramente serão mostradas as políticas e estratégias adotadas pela FIR em suas ações de capital de risco. Posteriormente serão identificadas as mudanças operacionais que ocorreram nas empresas que foram investidas.

As entrevistas foram realizadas com o apoio da *Fir Capital*, que fez contato com os executivos das empresas investidas, comunicando sobre a pesquisa que seria realizada, com fins acadêmicos. As entrevistas aconteceram no período de novembro de 2013 a fevereiro de 2014, e os entrevistados, ou se tratava dos Diretores Presidentes, sócios fundadores ou executivos indicados pelos próprios (CEOs). Também foram realizadas quatro entrevista com dois sócios da *Fir Capital*, em dias distintos, para que os resultados pudessem ser comparados.

3.2.2 Unidade de análise

Após a coleta foi realizada a análise dos dados. Todas as entrevistas foram gravadas e, posteriormente, transcritas pelo pesquisador. Após a transcrição foi realizada uma análise de conteúdo categorial, seguindo a orientação de Bardin (1997).

A análise de conteúdo foi também foi elaborada pelo pesquisador que para uma verificação e eliminação de possíveis vieses de dados foi realizada uma triangulação (HUSSEY; HUSSEY, 1997). No caso desta pesquisa, a triangulação foi realizada através da coleta de dados

a partir de diferentes atores destacando-se a gestão das empresas investidas e a gestora do fundo de capital de risco.

A unidade de análise da pesquisa foram os executivos responsáveis pela gestão dos recursos financeiros do fundo de capital de risco, *Fir Capital* e os principais executivos das empresas investidas.

3.3 Descrição dos entrevistados

FIR Capital- Entrevistado 1 - CEO – *Chief Executive Office* graduou-se em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, cursou Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP) e tem MBA pelo IMD/Universidade de Genebra. Trabalhou na Alcan Alumínio do Brasil S.A. por 14 anos atuando em várias áreas, destacando-se a área internacional onde foi responsável pelos mercados do Oriente Médio, América Latina, África e Ásia e COO da Divisão de Cabos Condutores. Atuou no Grupo AES, como Vice-presidente Executivo da Cemig.

Atualmente é membro de vários Conselhos de Administração de empresas em processo de modernização da gestão e da governança. Atuou no SEBRAE-MG como Diretor Superintendente onde liderou projeto de internacionalização das pequenas e médias empresas mineiras e o desenvolvimento de modelo educacional para implantação de uma rede de escolas de nível técnico para formação de jovens empreendedores. Foi professor da Escola de Engenharia da Universidade Federal de Ouro Preto e atualmente é professor da Fundação Dom Cabral em programas para preparação de empresas e executivos no processo de internacionalização. Tem vários artigos escritos e participa de pesquisas sobre o tema de internacionalização de empresas de países emergentes.

Fir Capital- Entrevistado 2 - Co-Fundador e CEO da empresa CafesAll S/A, marketplace para comércio eletrônico de café verde (2000/2001). Formou-se em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais em 1996 e recebeu o título, com honras, de *Master of Laws* pela *Northwestern University School of Law* em 1998. Cursou programa de extensão em mercado de capitais na *Harvard University*. Associado internacional do escritório de advocacia *Cadwalader, Wickersham & Taft* em Nova Iorque (1998/1999). Diretor jurídico da SFI – Serviços Financeiros Imobiliários Ltda – empresa na qual suas responsabilidades incluíam

definição e implementação de estratégias corporativas, bem como o desenvolvimento de parcerias e alianças estratégicas na Argentina e Chile.

Fir Capital- Entrevistado 3 - Formação acadêmica em Administração de Empresas no IBMEC/MG em 2007. Antes de ingressar na *Fir Capital Partners*, atuou como analista sênior no Banco Fator, em São Paulo, com operações de fusões e aquisições de empresas, operações de dívida e *equity* em mercado de capitais e operações de securitização de recebíveis imobiliários. Trabalhou também na área de consultoria interna da Votorantim Metais e na área de controladoria e finanças da Construtora Mendes Júnior.

Fir Capital- Entrevistado 4 - *Managing Partner* na *Fir Capital*, sendo gestor de fundos de investimentos em participações e responsável pelas operações de fusões e aquisições (M&A). Membro do Conselho de Administração da CEMIG (BOVESPA: CMIG3/CMIG4) e ABC da Construção S.A. Membro do Conselho da Empresa Investida -1.Membro do Comitê de Investimentos da *Warehouse* Investimentos. Gerente de Investimentos no Santander Brasil e HSBC *Investment Bank*.

O quadro abaixo apresenta o resumo das qualificações dos gestores entrevistados na gestora Fir Capital.

Quadro 01 – Descrição dos entrevistados Fir Capital

FIR – Entrevistado 1	▪ CEO – <i>Chief Executive Office</i> .
FIR – Entrevistado 2	▪ Co-Fundador e CEO - <i>Chief Executive Office</i> .
FIR – Entrevistado 3	▪ Executivo da <i>Fir Capital Partners</i> , atua com operações de fusões e aquisições.
FIR – Entrevistado 4	▪ <i>Managing Partner</i> na <i>Fir Capital</i> - gestor dos fundos de investimentos em participações e responsável pelas operações de fusões e aquisições (M&A). Membro do Conselho de Administração da CEMIG.

Fonte: Elaborado pelo autor

Empresa 1 - Entrevistado 1 - Co-Fundador e CEO – *Chief Executive Office* da empresa tem liderado toda a equipe como presidente desde o ano de 2008. Engenheiro eletricista com doutorado em Ciência da Computação (UFMG, 2005) e mestrado em Engenharia de Automação (CPDEE, 1997). Iniciou sua carreira profissional como engenheiro de automação

na CSN, uma das líderes em produção de aço no Brasil. Foi pesquisador na Universidade Federal de Lavras (UFLA) por nove anos (1999-2008) e chefe do Departamento de Ciência da Computação na UFLA por três anos.

Empresa 1- Entrevistado 2 - Co-Fundador e Vice-presidente da Empresa, eletricitista com Mestrado em Ciência da Computação (UFMG, 2004). Somam vários anos de experiência em desenvolvimento de soluções corporativas integradas, utilizando sistemas da plataforma IBM, Lótus Notes e SAP. Em 2001, assumiu o cargo de Diretor de Operações, sendo responsável pelos departamentos de desenvolvimento, implantação e suporte dos produtos. Em 2010 criou a diretoria de produtos e inovação, responsável pela criação da nova linha de produtos. Atualmente, como vice-presidente de tecnologia, é responsável pelo plano de P&D, alianças estratégicas e projetos especiais.

Empresa 2- Entrevistado 1 - Co-Fundador e CEO – *Chief Executive Office* da empresa. Mentor da empresa Wayra – *Advisory*. Membro do Conselho de Administração das empresas SEED e Raccon Marketing Digital. Mentor da empresa Endeavor. Eleito um dos brasileiros mais inovadores com menos de 35 anos.

Empresa 3 – Entrevistado 1 - Assumiu o cargo de presidente da empresa desde janeiro de 2006. Possui formação acadêmica no *Instituto d'Administration des Entreprises* - Mestre em Gestão Internacional Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Mestre em Finanças, Finanças Corporativas e *Valuation* (2005) e Engenheiro Civil na Universidade Federal de Juiz de Fora (2000 – 2004).

Empresa 4 – Entrevistado 1 - Assumiu o cargo de Diretor Financeiro (CFO) da Empresa em novembro de 2012. Anteriormente atuou como Diretor Corporativo na empresa *Anglo American* no período de (2010-2012). Formado em MBA degree at Harvard Business School.

Empresa 5 – Entrevistado 1 - Co-Fundador e CEO – *Chief Executive Office* da empresa. Assumiu o cargo de presidente em 2007. Graduado em Engenharia Civil (PUC/RJ) com MBA em Finanças (IBMEC). Possui mais de 20 anos de experiência no mercado de TI, tendo exercido cargos executivos em grandes empresas como: Sócio da Accenture por 18 anos, Vice Presidente da *Optiglobe/Tivite* Diretor Executivo da CPM Braxis.

O quadro abaixo apresenta o resumo das qualificações dos gestores entrevistados nas empresas investidas.

Quadro 02 – Funções dos executivos entrevistados

Empresa 1 Entrevistado 1	▪ Co-Fundador e CEO – <i>Chief Executive Office</i> .
Empresa 1 Entrevistado 2	▪ Co-Fundador e Vice-Presidente.
Empresa 2 Entrevistado 1	▪ Co-Fundador e CEO – <i>Chief Executive Office</i> .
Empresa 3 Entrevistado 1	▪ CEO – <i>Chief Executive Office</i> .
Empresa 4 Entrevistado 1	▪ CFO - <i>Chief Financial Office</i> .
Empresa 5 Entrevistado 1	▪ Co-Fundador e CEO – <i>Chief Executive Office</i> .

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 Descrição do caso

3.4.1 A empresa *Fir Capital*

A *Fir Capital* é gestora de um fundo de investimento de capital empreendedor (*venture capital*) em empresas nascentes, emergentes e em expansão, com grande potencial de crescimento. Os sócios da FIR⁵ são pioneiros no setor brasileiro de *venture capital* e opera com o objetivo de captar recursos de investidores para serem aplicados em empresas cujo diferencial competitivo seja a inovação. Nessas empresas, a FIR passa a ser sócia investidora, na medida em que nelas aporta capital, ajudando-as a crescerem o mais rapidamente possível para vender a sua participação em um momento futuro.

Fundada em 1999, a FIR procura identificar projetos e empresas inovadoras, oferecendo-lhes recursos financeiros, além de aconselhamento estratégico, apoio na gestão, assistência na contratação de executivos-chaves e experiência nas áreas comercial, *marketing*, inovação controladoria, exportação/internacionalização e parcerias estratégicas.

Seu trabalho consiste em atuar como parceira de empreendedores na formação do negócio e na viabilização da implementação de suas estratégias. Para isso, a empresa seleciona

⁵ Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/fircapital>. Acesso em: 26 maio 2014.

projetos, principalmente, na área de inovação tecnológica, com o objetivo de que as empresas das quais se tornam parceiras venham a ser competitivas mundialmente.

O nosso negócio é voltado para inovação e não tecnologia. A Inovação que a gente entende é a capacidade que a empresa tem de encontrar uma vantagem competitiva no nicho de mercado. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Pode ser no nicho de mercado que você atue e não precisa ter um exagero de tecnologia *latu senso*, obviamente no mundo de hoje a tecnologia *latu* pode fazer diferença também, mas não é a primeira, não é só uma tecnologia *latu senso* que vai promover a vantagem competitiva, começa com um bom modelo negócio, um bom modelo de gestão, isso diferencia estas empresas nesse espaço e universo das empresas que nos operamos. Você pegar uma empresa que tem uma governança, controles financeiros, que faça orçamento, e tecnologia, caracteriza uma empresa inovadora. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Dentre os seus principais *cases* de sucesso, encontra-se o da empresa Akuan, criada em 2001, por um grupo de professores do Departamento de Ciência da Computação da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Na ocasião, foi criada uma ferramenta de busca na internet para usuários finais e empresas no Brasil, disponibilizada pelo site de buscas www.todobr.com.br. Com um mercado global embora pequeno, mas com um grande potencial de crescimento, a Akuan conquistou parte do mercado corporativo no Brasil, Chile e Península Ibérica.

Em 2005, quatro anos após sua fundação, surgiu a oportunidade de negociarem a venda da Akuan para a Google, que, na época, fazia sua segunda aquisição de uma empresa fora dos Estados Unidos. Estima-se que, nessa negociação, a FIR, sócia minoritária da Akuan, tenha recebido um retorno de 14 vezes o valor investido na parceria. Após a transação, a *Google* transformou a Akuan no seu centro de pesquisa e desenvolvimento na América Latina. A FIR participou ativamente na elaboração de estratégias e na implementação de projetos que aumentaram significativamente a eficiência da empresa Akuan e a sua ampliação de mercado.

Outro caso notório envolvendo a *Fir Capital* é o da Biobrás, empresa do setor de biotecnologia moderna na área de saúde humana. Nele, todo o processo de estruturação e negociação da venda da empresa foi conduzido pela *Fir Capital*. A empresa começou a se destacar no mercado, quando, em 1978, realizou uma *joint venture* com a Eli Lilly & Co. A primeira realizada pela centenária empresa americana, tornando a Biobrás a única produtora de insulina no Hemisfério Sul e a quarta maior produtora de insulina do mundo. Em 2002, a Biobrás foi vendida à dinamarquesa *Nova Nordisk A/S*, multinacional, líder no mercado mundial de insulina.

Em uma de suas reestruturações, a FIR, em 2007, vendeu uma parte de suas ações a *Draper Fisher Jurvetson (DFJ)*, um dos maiores gestores de *Venture Capital* do mundo. A DFJ possui cerca de US\$ 5,5 bilhões sob gestão, tem presença em quatro continentes, sendo composta por 23 empresas gestoras de *Venture Capital*.

Existe uma grande diferença entre *Private Equity e Venture Capital*, se a empresa estiver pronta é uma empresa para *Private Equity e não Venture Capital*. O grande diferencial que tem entre nós e o GPS, Gávea e o Pátria, é só a questão de capital. Porque eles têm muito mais dinheiro que nós, muito mais capacidade financeira que nós. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

A FIR também possui uma estrutura de fundos regionais, em operação e em fase de estruturação, em outras cidades brasileiras, além de Belo Horizonte, como Florianópolis, São Carlos, Rio de Janeiro, Brasília, Recife e também no Sul de Minas. Mas a maior parte de seus investimentos, cerca de 70%, é feita em empresas mineiras: no estado, até o final de 2009, o fundo já havia estabelecido alguma forma de parceria com cerca de 40 empresas.

Atualmente, a FIR gere dois fundos: O Fundotec II e Fundo de Santa Catarina – O Fundotec II- composto de R\$ 80 milhões, cuja base de investimento é empresas institucionais constituídas pela FINEP⁶, PETROS⁷, PREVI⁸ e Banco do Brasil Investimentos – Investidores Privados Institucionais cuja tese de investimentos é investir em empresas que tivesse um diferencial competitivo e comparativo.

O Fundo de Santa Catarina – composto de R\$12 milhões, cuja tese de investimento é investir em empresas inovadoras nascentes, com faturamento de 0 a 3 milhões. Este tipo de fundo é denominado *Family Offices*, composto pelas famílias controladoras da Vice de Santa Catarina, Porto Belo em Santa Catarina, pessoal da RBS, INTELBRAS, desde os perfis oficiais de previdência, até indivíduos que colocam recursos dando autoridade total para a FIR tomar decisões. Todos se encontram totalmente investidos. No momento, a empreendedora de capital de risco apenas acompanha as empresas e as ajuda em seu dia-a-dia.

As instituições de previdência fazem um controle maior e fazem um acompanhamento mais de perto e inclusive desenhando o fundo conosco, onde existe o Comitê de investimento. Nos outros fundos privados corporativos ou individuais existe maior flexibilidade na concessão da autoridade e da dependência na escolha de investimentos. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

⁶ Financiadora de Estudos e Projetos.

⁷ Fundo de Pensão de Petroleiros.

⁸ Fundo dos Funcionários do Banco do Brasil.

Em 2009, a *Fir Capital* se tornou signatária do PRI- *Principles for Responsible Investment*, determinando a consolidação de valores que já regiam a filosofia de trabalho do fundo onde o principal atributo era o destaque da disseminação da cultura de Governança Corporativa nas empresas de seu portfólio.

O PRI é uma iniciativa promovida em parceria pela UNEP *Finance Initiative* e pelo UN *Global Compact* para promover a visão de que aspectos ambientais, sociais e relacionados à governança corporativa afetam positivamente a performance dos investimentos. Nos anos de 2009 e 2011 foi ganhadora de dois importantes Prêmios FINEP INOVAR nas categorias Governança e melhor equipe.

3.4.2 Empresas parceiras

Desde o começo de suas atividades, em meados da década de 90, a *Fir Capital* tornou-se sócia de 40 empresas. No entanto, grande parte delas foi vendida, sofreu fusão com outras companhias ou teve suas atividades encerradas. A pesquisa pretendeu identificar, em especial, o impacto nas dinâmicas gerenciais das empresas investidas pelo Fundotec - II. Assim, o universo da pesquisa ficou restrito às empresas investidas pelo Fundo de Investimentos Fundotec II, que mantêm, atualmente, sociedade com a FIR. Portanto, foram pesquisadas seis empresas, hoje associadas à FIR, além da própria empresa de capital de risco.

Abaixo seguem as características das empresas entrevistadas:

Empresa 1 – É hoje a maior rede de materiais de construção de Minas Gerais. Com 20 anos de mercado atua no segmento de acabamentos para construção civil e, com uma abordagem inovadora, conseguiu combinar o melhor de dois segmentos: lojas tradicionais e *home centers*, inovando na forma de oferecer produtos e serviços aos clientes através de um atendimento personalizado e customizado, levando a cidades de interior experiência de compras só possíveis em grandes capitais. Na época do investimento a empresa faturava 40 milhões e fechou o faturamento do ano de 2013 em 110 milhões de reais.

Empresa 2 - Fundada há 11 anos no mercado de *TI*, é uma empresa brasileira integradora de serviços em tecnologia da informação. Seu portfólio abrange uma ampla gama de soluções de *TI* envolvendo software, metodologias e profissionais altamente capacitados para prestação de serviços. Permanece ainda hoje no *ranking* das 200 maiores empresas brasileiras de *TI* e concorre com as maiores da América Latina. A empresa possui clientes ativos

no Brasil e nos Estados Unidos e mantém parcerias com empresas nas Américas, Europa e Índia.

Empresa 3 - Líder nacional no desenvolvimento de soluções para o gerenciamento e otimização das operações de minas a céu aberta e subterrânea, detendo 82% do mercado neste segmento. A empresa também é pioneira em automação das operações de lavra. Com um amplo portfólio de produtos e uma sólida carteira de clientes, composta pelas principais mineradoras do Brasil e do mundo, consolidou sua internacionalização e sua posição como empresa "Worldclass" no fornecimento de tecnologia para a mineração. Fundada em 1997, está com a FIR desde 2009. Possui cerca de 200 funcionários. Encontra-se em processo de desinvestimento e teremos o multiplicador 3(três) vezes o valor investido.

Empresa 4 - Uma empresa com participações societárias em clínicas oncológicas, tanto de quimioterapia quanto de radioterapia e em clínicas de diagnósticos por imagem. A empresa é uma das maiores operadoras de clínicas no segmento de oncologia no Brasil e destacam-se por seus elevados padrões médicos, assistenciais e gerenciais. O investimento aconteceu em 2011. Ocorreram 26 aquisições em apenas 3 anos e o faturamento saltou de 26 milhões para 380 milhões de reais em 2013.

Empresa 5 - Empresa especializada na rastreabilidade da cadeia produtiva de alimentos, integrando todos os elos, do produtor ao consumidor. Seu principal objetivo é aferir a qualidade e a segurança alimentar dos alimentos rastreados, bem como se toda a sua cadeia de produção está comprometida com a responsabilidade social, o bem estar animal e o respeito ao meio ambiente.

Empresa 6 - Líder em soluções para vídeos *online* na América Latina. Eles são pioneiros no conceito de logística digital, fazendo os conteúdos dos seus clientes chegarem ao momento certo, no local adequado, ao custo ideal para a empresa e de forma simples e 100% *online*. Através da sua plataforma tecnológica é possível fazer vídeo streaming e montar uma TV na internet, transmitir eventos ao vivo ou fazer a informação circular dentro da empresa.

O quadro abaixo apresenta o resumo das descrições das empresas investidas.

Quadro 03 – Seguimento das empresas investidas

Empresa 1	Atua no segmento Construção Civil e está presente a 20 anos no mercado nacional.
Empresa 2	Atua no seguimento de TI. Está no <i>ranking</i> das 200 maiores empresas brasileiras.
Empresa 3	Atua no seguimento de TI. Líder nacional no desenvolvimento de soluções de gerenciamento e otimização das operações de minas a céu aberta e subterrânea, detendo 82% mercado neste segmento. Encontra-se em processo de desinvestimento.
Empresa 4	A empresa é uma das maiores operadoras de clínicas no segmento de Oncologia no Brasil.
Empresa 5	Atua no Seguimento TI. Empresa especializada na Rastreabilidade Cadeia Produtiva Alimentos.
Empresa 6	Atua no Seguimento de TI- Líder em Soluções para Vídeos online na América Latina. Pioneiros no conceito de logística digital.

Fonte: Elaborado pelo autor

4 RESULTADO E DISCUSSÃO

Neste capítulo, serão apresentados os principais resultados da pesquisa. Por se tratar de uma pesquisa ampla, algumas categorias de análises foram criadas para facilitar o entendimento em relação à busca dos objetivos. Primeiramente serão mostradas as políticas e estratégias adotadas pela FIR em suas ações de capital de risco. Posteriormente serão identificadas as mudanças operacionais que ocorreram nas empresas que foram investidas.

4.1 Parceiros potenciais dos fundos de investimentos

Os Fundos de investimentos definem diversas maneiras de uma empresa ser escolhida para receber um investimento de capital de risco e tornar-se parceira da FIR. Pelo fato de ser um fundo que se dispõe a trabalhar e investir dinheiro em pequenas em pequenas e médias empresas que ainda estão em fase de maturação, a FIR tornou-se uma referência junto às *Startups* e Médias Empresas cujo diferencial competitivo é a inovação.

O contato inicial acontece de diversas formas, no entanto o mais usual são as empresas procurarem a FIR, ou seja, os contatos iniciais são feitos pelas próprias empresas, que tentam “vender” o seu negócio à FIR. É muito comum a indicação através de gestores das empresas que já tenham sido aportadas e a FIR ainda disponibiliza uma ferramenta de pré-cadastro das empresas através do *site* oficial.

Têm as duas mãos, quando a gente define o tipo de mercado que a gente quer atuar. Por exemplo, a mineração é um setor que me interessa então eu faço este mapeamento e vou ativamente atrás destas empresas atrás delas, mas recebemos muitas empresas também. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Hoje eu diria que a gente é mais procurada. Todos os dias chegam muitas propostas pelo *site*, telefonemas, bancos, fundo de *Private Equity* que recebem empresas e veem que não e para eles, eles acabam nos enviando. E nos temos muito menos dinheiro que oportunidade. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Têm os dois casos. No caso da FIR como tem o nome muito consolidado no mercado, a gente é mais procurada que procura. Vez ou outra aparece uma empresa altamente *sexy*, que tem uns 3(três) fundos em cima e aí a gente fica sabendo que esta empresa pode ser um potencial investida, a gente acabava indo atrás desta empresa também. Mas o mais o natural é a gente ser procurado. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

A procura por parte das *startups* e empresas de médio porte por uma parceira de capital de risco acontece devido às grandes dificuldades que elas possuem para sobreviverem no mercado. De acordo com o pensamento de Carreteiro (2000), quando uma empresa busca o investidor de risco, ela está querendo:

1) - ampliar e facilitar o seu acesso ao capital; 2) - se apoiar na formulação de um plano estratégico; 3) - se apoiar em um melhor processo decisório; 4) - se apoiar em recrutamento de talentos; 5) - ter sua empresa e produtos divulgados.

Justamente devido a essa grande oferta de empresas que desejam associar-se à FIR, pode-se imaginar que o índice de erro do fundo em entrar em uma empresa que não vá dar certo

seja próximo de zero. O que não acontece, pois a FIR já realizou o desinvestimento de empresas das quais ela se tornou sócia. Nesse caso, o fundo tenta vender a sua parte no mercado ou para o próprio dono do negócio.

Nós não temos condições financeiras e o risco é muito grande, tanto que o nosso jogo quando a gente molda um fundo a gente pode acabar tendo de 20% a 30% de perda. Esta é uma característica da indústria que é de alto risco, tanto que quando foi traduzido aqui no Brasil *Venture Capital*, foi traduzido como Capital de Risco, nós é que mudamos e não usamos esta expressão. Toda a indústria de aplicação de recurso é uma Indústria de risco. É capital empreendedor, só que no nosso nicho de mercado o risco é mais alto. Agora é um risco dimensionado, avaliado e sabidamente administrado. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Quando a gente compõe o portfólio, a gente investe numa empresa de risco razoável, uma de risco muito grande no seguimento de agricultura, mas também entramos numa de construção civil que tem um risco muito menor, pois tem muito ativo. Então, assim a gente pode não ganhar muito dinheiro, mas a gente não perde. A gente compõe o portfólio de tal forma que a gente tenha eventualmente oportunidade de ganhar muito dinheiro, mas que a gente tenha risco calculável. A gente trabalha isso com modelos matemáticos. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Segundo a empresa FIR, por se tratar de um investimento de risco, trata-se de uma indústria arriscada e indefinida. Ainda mais pelo fato de ser um modelo de negócio muito novo no Brasil. Tanto que a empresa não possui nenhum levantamento ou estudo para saber quantas empresas que, ao se associarem a ela, tiveram êxito e quantas não, porque atualmente algumas destas empresas ainda estão recebendo investimentos.

A estatística nos Estados Unidos demonstra que a cada 12 empresas investidas 4 ou 5 desaparecem só que lá que o que acontece é que os fundos têm um universo muito grande de empresas, eles investem em muitas. Aqui no Brasil a gente gestor de recursos, temos em torno de 20 empresas nos nossos portfólios. Os fundos americanos investem em 80 a 100 empresas, eles aplicam a teoria de portfólio de uma forma mais segura diluindo o risco em mais investimentos. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Aqui no Brasil não temos esta cultura. O que acaba acontecendo que você tem que dar garantias até pessoais para o negócio. Você não arruma um sócio capitalista que quer correr o risco no negócio com você. O sócio capitalista aqui no Brasil do mercado financeiro ele te dá, mas ele não quer correr risco. Os bancos te emprestam mais quer ter 170% de garantia porque o negócio dele é outro. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

O empreendedor que embarcou na operação do WhatsApp ganhou bastante. Se você olhar para trás o quanto ele perdeu antes de chegar nisso. É que a gente só olha para os casos de sucesso a gente não olha para os casos de insucesso. É normal nesta indústria que você tenha explosões atômicas de ganhos, mas para chegar nisso você tem muitos desastres. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Na visão da FIR, existem casos de empresas em que, por mais inovador que um projeto possa ser, às vezes, ele pode ser difícil de deslanchar. Há casos em que, mesmo a ideia

sendo inovadora, ela sofre uma forte resistência pelo fato de ainda não estar em seu tempo ideal. Nesse caso, a quebra do paradigma é tão grande que o negócio não vai para frente.

Há também exemplos de que, mesmo atuando em uma empresa em um estágio mais avançado, em expansão, faturando, gerando caixa e com clientes, o negócio não dê certo. Pois, de acordo com o pensamento da FIR, a concorrência hoje é muito forte em todos os segmentos e as empresas sofrem também com a influência do mercado.

A procura da FIR por parte das empresas nada mais é do que uma alternativa que estas empresas encontram para crescerem e se tornarem mais competitivas no mercado, como mostra o depoimento complementar.

Nós tivemos dois momentos, no primeiro momento, queríamos o investimento especificamente para comprar uma empresa inglesa e isso não aconteceu. Depois a gente viu que precisávamos de dinheiro para crescer independente de comprar uma empresa. A nossa principal preocupação era ter dinheiro para poder fortalecer a internacionalização nos não vimos como necessário para a sobrevivência. Mas precisávamos do recurso para promover o crescimento da receita operacional e vendas. (EMPRESA1, 2014, entrevistado 1).

Além de ser procurada, a FIR também identificar as empresas que possam ser promissoras e se tornarem sócias dela. Segundo o executivo da empresa 1, o caminho mais usual para encontrá-las é por meio de parcerias que a FIR possui com universidades e incubadoras. O executivo ainda declara que hoje, a empresa tem parceria com universidades do Brasil inteiro, como a UFMG e a PUC, em Belo Horizonte; a USP, em São Paulo; a UNB em Brasília; a Federal de Santa Catarina; de Pernambuco; a UFRJ e a PUC, no Rio de Janeiro; Federal de Itajubá; e Federal de Santa Rita do Sapucaí. Essas escolas mantêm contato com a FIR, que, eventualmente, as visita, recebendo projetos de alunos que estão estudando ou de recém-formados e que estão encubados nas universidades. Com a fundação Dom Cabral, a FIR também mantém uma parceria e se envolve em contatos periódicos. Assim como a incubadora de Itajubá, que sempre entra em contato e oferece projetos para a empresa de Capital de Risco.

O desenvolvimento de projetos em universidades apontado pela FIR está de acordo com o pensamento de Figlioli, Porto e Delai (2006), que observam que as incubadoras universitárias ajudam a promover o desenvolvimento de empresas de base tecnológica por meio da transferência e difusão de tecnologia ou encorajando o empreendedorismo de pesquisadores e acadêmicos.

4.2 Funcionamento do Fundo

Outras fontes de parceria da FIR são o seu *network* e o relacionamento decorrente dele no mercado. Hoje, a FIR recebe projetos de bancos de investimentos e de consultorias que estão trabalhando para os clientes. É muito comum receber memorando de informações e resumos executivos de empresas. Analisado o projeto, ele é discutido em uma reunião semanal. Todos eles são analisados. Há um comitê fixo interno de investimento que faz a análise. As informações são mantidas em sigilo e apenas os cinco membros do comitê têm acesso a elas na FIR.

Acho que existem os dois movimentos. Existe um movimento ativo, a gente é sempre convidada para dar palestras, falar de dinâmica de Fundos, etc. Mas existe outro movimento muito importante que é através de indicação. Tem muitas empresas que chegam para o Fundo indicadas. Estas indicações nesta *network* que os fundos têm são muito importantes. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Mas são várias as prerrogativas analisadas por esse comitê, antes de o projeto ser estudado pela direção do fundo. No comitê, observam-se, por exemplo, projetos interessantes, mas que não se enquadram no perfil de investimento da FIR. Em outra ocasião, o projeto pode estar em um estágio de desenvolvimento que não interessa ao fundo, ou, pelo menos, no momento, não lhe interessa.

4.3 Papel da FIR no desenvolvimento das empresas

A FIR também verifica se a empresa está em um estágio de expansão. Pode ser uma organização nascente (no início de suas atividades) ou uma estabilizada que deseja dar um salto em suas atividades (expandir). Em ambos os casos, o importante é que a empresa tenha uma curva de crescimento muito inclinada. Ou seja, possui um potencial para crescer rapidamente e de se valorizar. A FIR declarou que às vezes recebe ofertas de empresas mais maduras, com um faturamento alto, mas o fundo não acredita que ela vá dar saltos, que vá crescer exponencialmente, ou continuar crescendo na mesma velocidade. Nesse caso, não interessa a

FIR, pois ela faz o investimento, evidentemente, já pensando em sair do negócio. Este é um tipo de empresa que a qual não interessa a FIR.

Para o Fundo de investimento, e muito importante acertar na escolha das empresas investidas. Entretanto, antes fazer o investimento, é necessário se perguntar: quem vai se interessar pela empresa? Isso porque, mesmo sendo bem-sucedida, pode ser difícil conseguir um potencial comprador para ela. Nesses casos, a FIR prefere não investir nesse tipo de empresa. A justificativa é que, como o fundo faz gestão de recursos de terceiros, ele precisa voltar com esses recursos para os investidores. Por isso, os investimentos têm prazo de início e fim. Então, é preciso vislumbrar alguma oportunidade, mas com potencial de saída desde o início.

4.4 Perfil do empreendedor sócio da FIR

A FIR possui uma política de valorização do empreendedor. Ela observa o negócio e a empresa. No primeiro momento é avaliado o negócio. A filosofia do fundo identifica que a empresa é simplesmente o veículo que carrega o negócio. Se o Fundo identifica oportunidade de crescimento do negócio, ele volta para a empresa e avalia a empresa. Com base nesta avaliação é que o fundo define qual é o valor do negócio e quanto de capital ela propõem aplicar na empresa.

Apesar de não existir um roteiro exato a ser seguida, a FIR analisa cuidadosamente o perfil do empreendedor antes de assinar um contrato com uma nova parceira. Em alguns casos, a empresa identifica o potencial e as deficiências para tentar superá-las. A Fir declarou que houve empresas em que ela teve que intervir e exigir a contratação de um diretor de tecnologia e um diretor financeiro porque o empreendedor não conhecia nada sobre essas áreas especificamente.

A gente olha para um investimento de duas formas. O negócio e a Empresa. O primeiro desenho de avaliação é sobre o negócio. A empresa é veículo que carrega contingências, problemas do passado, riscos tributários e Fiscais. O Negócio é coisa de futuro, você olha só para frente então obviamente você ter uma boa empresa ajuda a executar um bom plano de negocio. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

A gente recebe o empreendedor que apresenta uma proposta brilhante. A gente enxerga um negócio promissor, então voltamos para o empreendedor e falamos que iremos fazer uma avaliação da sua empresa. A gente vira para o Empreendedor e dizemos “agora juntos com o seu conhecimento e o meu conhecimento vamos

construir um negócio que a gente quer no futuro e vamos ver qual é o valor disto aqui. Eu te pago na sociedade o valor da sua empresa, mas nós estamos mirando o no novo negócio”. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

No caso da FIR, pode-se observar que o que a empresa mais valoriza no empreendedor é uma característica comum a todos os empreendedores: paixão e domínio do seu próprio negócio.

A gente percebe nas reuniões que o empreendedor está imbuído de fazer um negócio grande, não tem matemática nenhuma no mundo que ensina isso. Uma característica comum entre os empreendedores, primeiro eles têm paixão pelo negócio, e sabe fazer muito fazer conta, ele tem domínio do negócio dele, eu já conversei com vários empreendedores que falam que a margem de contribuição dos produtos dele é x, pode não ser o valor exato, mas é muito próximo. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

O que se pode perceber é que a filosofia da FIR tem a ver com o pensamento de Gozzi (2005), que afirma que os investidores de risco levam em consideração dois aspectos fundamentais no processo de seleção do plano de negócio apresentado pelo empreendedor: o primeiro, o projeto. Já o segundo, a qualidade da equipe de empreendedores e seu comprometimento com um esforço contínuo de formação em gestão empresarial.

Quando o fundo avalia uma empresa. Algo que a gente olha muito é o perfil do empreendedor. Eu olho muito o perfil do empreendedor. É óbvio que vou avaliar o negócio, mercado. Vou fazer o meu dever de casa e avaliar o mercado, o negócio, o serviço que ela presta, não sei se todo mundo leva muito a sério, mas investir num empreendedor certo. Tudo que a gente combina o empreendedor atropela. Eu acho que não é um bom parceiro para estar perto. Indicador financeiro o que a gente olha muito é geração de caixa. Ela pode ter um endividamento alto, estar estrangulada em capital de giro. Mas a empresa precisa ter geração de caixa para honrar os compromissos dela (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

Não existe uma regra para que a FIR invista em determinados setores, a maioria de seus projetos investidos acaba sendo na área de tecnologia de informação, ainda que em diferentes segmentos.

A Empresa 2 é uma empresa de TI, cujo segmento específico é mídia digital, desenvolvendo toda a parte de logística do conteúdo digital de seus clientes. A Empresa 3 também é de TI, desenvolvendo softwares na área da mineração. A Empresa 5, embora esteja na área da agricultura, por fazer o rastreamento do corte da carne desde o nascimento do bezerro até a gôndola do supermercado, também é uma empresa de TI, pois desenvolveu tecnologia que se utiliza de chips e *softwares* para armazenar informações do animal e de seus cortes de carne e a Empresa 6, está na área de tecnologia de informação, é uma integradora de *softwares*. A

Empresa 1, atuante no seguimento de material de construção e a Empresa 4, atuante como operadora de clínicas de saúde são as únicas que não atuam especificamente na área de TI.

Mesmo assim, pode-se verificar que ambas estão voltadas para a inovação nos segmentos em que atuam. A Empresa 1, situada no setor de construção, aplicando uma abordagem inovadora, combinando o melhor de dois segmentos: lojas tradicionais e *home centers*, inovando na forma de oferecer produtos e serviços aos clientes através de um atendimento personalizado e customizado, levando a cidades de interior experiência de compras só possíveis em grandes capitais. Já a Empresa 4 atua diretamente no segmento da saúde.

Quadro 04 – Perfil do empreendedor sócio da FIR

PARCEIROS POTENCIAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS	Empresas <i>Startups</i> e Médio Porte cujo diferencial competitivo é a inovação .	O contato inicial acontece 2(duas) maneiras: <ul style="list-style-type: none"> ▪ A FIR procura as empresas potenciais investidas; ▪ A FIR é procurada pelos empreendedores.
PERFIL DO EMPREENDEDOR NA EMPRESA INVESTIDA	No primeiro momento é avaliado o Negócio. A FIR possui uma política de valorização do empreendedor.	A FIR declarou que o que ela valoriza no empreendedor é a paixão e domínio do se próprio negócio.
DECISÕES ESTRATÉGICAS COMPARTILHADAS	A partir do momento que acontece a nova parceria as decisões estratégicas se tornam compartilhadas com o novo parceiro.	
DOCUMENTOS FIRMADOS PELA NOVA SOCIEDADE	O Acordo de Acionistas define as regras societárias que irão pendurar ao longo do relacionamento.	Contrato de Investimentos estão as regras e condições que as empresas precisam executar antes ou durante o aporte. Onde se encontra as normas de Governança.

Fonte: Elaborado pelo autor

5 IMPACTOS CAUSADOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS E A GOVERNANÇA

Os empreendedores que procuram associar-se aos fundos de capital de risco, como a FIR, buscam, principalmente pela melhoria na sua gestão. Dado ao fato do perfil das empresas investidas estarem em uma fase de crescimento. Estes sócios possuem uma boa ideia, que acabou por virar um negócio rentável. Mas além da falta de recursos financeiros, lhes faltam também o “*know how*” para fazer o negócio decolar. Por isso, a FIR torna-se um parceiro fundamental para que a empresa se estruture e cresça.

Em termos de gestão estratégica o que faz a diferença é abrir a mente. Na verdade é o seguinte, como os donos são os fundadores e empresa começou do nada, por mais que você cresça você ainda tem uma visão míope, pensa muito pequeno. Então quando

entra um fundo deste, ele te mostra que o céu é o limite e te pergunta por que você ainda não está lá. Falta coragem para crescer. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Nós da *Fir Capital* de uma forma arrogante, nós nos achamos absolutamente competentes de trabalharmos em todos dos setores da economia, pois você falar de controle, arrumação societária, governança sob o ponto de vista de mercado de capitais, acesso em internacionalização e tecnologia, essas coisas independem do setor onde as empresas atuam, pode ser do setor agrícola, saúde, varejo, todas as empresas precisam da mesma coisa, e a gente acha e agente entende disso. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Segundo declarou o executivo 1 da Fir Capital, grande maioria das mudanças provocadas pela entrada de um fundo são suportadas pela obrigatoriedade de adoção de práticas de governança corporativa. Os executivos da Cia percebem que eles já não são “donos” do negócio sozinhos. Que as decisões estratégicas, a partir daquele momento se tornam compartilhadas com o novo parceiro. No entanto, muito antes de acontecer o efetivo aporte de capital e a FIR se tornar sócia de uma empresa os executivos são obrigados a para conhecerem as novas regras de gestão da sociedade. A implantação por parte da FIR dessa governança corporativa vai muito além de apenas pedir relatórios de desempenho e financeiro.

A FIR declara que é responsável por apoiar os executivos na criação de novos processos, reestruturação societária e criação do plano estratégico. A FIR cria um conselho de administração e coloca uma estrutura de gerentes e diretores com competência técnica para ajudar a empresa caminhar. Com isso, a FIR passa a ter todas as informações necessárias para tomar suas decisões estratégicas e controlá-las de maneira adequada para que a empresa cresça e dê lucro.

Apesar de a gente se colocar como uma empresa de Acessória e Consultoria Financeira voltada para a execução de uma transação, a gente envolve na atividade a ponto de executá-la ou orientar as empresas na execução de atividades que criem valor ou permitam que a finalização de uma operação transacional vai ser mais fácil ou factível. Às vezes nem é factível. Nós temos uma terceira caixinha que a gente chama de “*New Venture*” onde a gente monta a arquitetura do negócio sob encomenda para alguém ou que a gente origina aqui dentro da FIR depois a gente vai buscar investidor. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

A gestora *Fir Capital*, declarou que a primeira mudança obrigatória à qual todas as empresas são submetidas é a de passarem a serem Sociedades Anônimas (S/A). A maioria das empresas, antes de assinarem o contrato com a FIR, é LTDA., e, com a mudança, passa a ter que seguir as leis das S/A, com uma série de regras e regulamentações que uma LTDA, necessariamente não tem. Para a FIR, essa estrutura de governança, garantida por lei, faz com que ela corra menos riscos de investir do que sendo sócia de outros modelos de empresa.

O Fundotec II possui uma característica que o difere dos demais fundos geridos pela FIR. Por ser um fundo formado por investidores institucionais possui um nível maior de exigência quanto à obrigatoriedade de adesão às práticas de governança. A governança destas empresas passa a ser acompanhada obrigatoriamente de perto, pois, na S/A, a empresa passa a ter um comitê que toma as decisões da empresa. Um conselho de administração formado por membros diretores das empresas e de fora da empresa para ajudá-las em suas estratégias. Normalmente o presidente do conselho é assumido por um membro independente. Não faz parte do quadro de executivos da empresa, nem tampouco da FIR.

Outro ponto é que, caso a empresa venha a crescer, o que aumenta a sua possibilidade de fazer uma oferta pública das ações, uma S/A está apta para ir à bolsa de valores, pois o nível de governança exigido pela FIR é o nível 2 da BOVESPA.

A gente tem um manual de Governança que define um conjunto de procedimentos que é o mesmo conjunto de procedimento de uma empresa de nível 2 de Governança. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Primeiramente, passamos para S/A porque isso é uma exigência do procedimento de *Venture Capital*. Ao se transformando em S/A vem junto todo um modelo de governança que deve ser seguido. Um processo pesado de controle. Já fomos auditados desde o balanço de 2009, seguimos regras internas de custos e controles internos. Hoje cada profissional é responsável por sua área, ou seja, seu centro de custo, mas sem perder a visão da empresa como um todo. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

A filosofia de governança que a FIR adota nas empresas em que investe está de acordo com os próprios princípios de governança observados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que a definem como:

Um sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, da auditoria independente e do conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa assegura aos sócios, equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*) (IBGC, 2008, p.54).

Essa mudança para S/A significa automaticamente uma melhoria de gestão. Pois, no momento em que a empresa é obrigada a cumprir esses quesitos, passa a se organizar totalmente.

Ficou mais claro qual o modelo de negócio que seria mais interessante em termos de saída e gestão da parte financeira. O Conselho trouxe uma dinâmica de decisão mais estruturada e houve melhoria com a implantação de um novo ERP que integram todos os dados e processos de uma organização em um único sistema, da utilização do Flash

Report (pequenos relatórios sobre tópicos relacionados, num formato sintético). (EMPRESA 2, 2014).

A primeira dificuldade encontrada pelas empresas na visão da FIR é a mudança da natureza jurídica das empresas investidas de LTDA para S/A. Por serem empresas familiares e ainda não se encontrarem com processos, sistemas e pessoas com know-how suficientes para suportarem estas mudanças. Elas não sabem, por exemplo, que o conselho de uma S/A tem que se reunirem no mínimo quatro vezes por ano, que obrigatoriamente terão um advogado para registrar em atas nas reuniões e decisões do conselho. Em alguns momentos, os proprietários pode não concordar com alguma decisão, pois quer tocar o negócio dele como fazia antigamente. No entanto, a FIR explica ao empresário que agora não é assim, que a empresa precisa seguir certas regras, principalmente, em relação à transparência, com a qual a governança tem muito a ver.

Toda empresa investida recebia de cara um manual de Governança Corporativa, este manual é que ajuda o empreendedor vamos dizer a sustentar o seu crescimento. Então porque que este ponto era muito importante, porque você apoiava o empreendedor em coisas que muitas vezes ele não tem proficiência no momento do investimento, o empreendedor conhece o negócio dele e o nosso fundo especificamente como a maioria dos fundos para ter investimento à empresa muitas vezes era LTDA tem que virar S.A. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

O empreendedor não sabe quais são as obrigações da S.A. e passar para ele todo este ônus muitas vezes pode desviar o foco dele que tem que ser no negócio. Então a gente apoia neste sentido, ajuda a estruturar as áreas financeiras, gestão operacional e governança para ele conseguir focar no que ele sabe que é o negócio, tecnologia, enfim no mercado. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Para facilitar o entendimento e adesão às novas exigências de governança, o fundo apresenta a empresas um manual, uma ferramenta bem didática, com as deliberações que a empresa terá que seguir. Este manual servirá como guia para nortear as ações e novas obrigações que a empresa passa a ter após o investimento. A FIR faz uma apresentação desse manual e o entrega para o empreendedor para que ele possa consultá-lo. Nesse encontro, também é passado para o empreendedor o que são reuniões ordinárias (programadas) e a extraordinária. Quem pode convocá-las, a forma de convocação, prazos, local, o *quorum* de deliberação, obrigatoriedade e periodicidade delas.

Nós da FIR, não só apresentados, mas temos uma prática interna que é na semana anterior ao investimento, nós chamamos todos os executivos da empresa e fazemos uma imersão na FIR. Onde apresentamos o manual de governança. Este procedimento acontece antes do investimento. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Uma dúvida comum das empresas reportadas pela FIR é em relação às competências. O que compete ao conselho decidir, o que compete à assembleia, pois, na maioria das vezes, a mesma pessoa que faz parte do conselho compõe a diretoria da empresa. Explica-se também o que deve constar da ata do conselho e da ata da assembleia, enfim, essa primeira reunião tem como finalidade aprovar as demonstrações financeiras, eleger diretoria, eleger os membros do conselho da diretoria.

Outra dificuldade sentida pelas empresas no momento pós-parceria com a FIR é a elaboração dos relatórios gerenciais. Confeccionar os relatórios com as informações exigidas dentro do prazo. Para isso, a FIR informa todo o cronograma com as datas de quando precisa ser enviado cada tipo de relatório.

Primeiro a gente começou a ter um Budget e plano de crescimento. Depois contratamos uma empresa para fazer um plano estratégico de longo prazo. Nós já sabíamos quanto era o nosso mercado, até onde podia crescer que eram possíveis parceiros para comprar. Então houve um plano bastante extenso feito pela empresa de consultoria, orientado por nós e por um *Advisor* indicado pela FIR. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Começamos a implantar *budget*, gestão de fluxo de caixa, acertamos alguns problemas com relação à folha de pagamento, acertamos alguns pagamentos que eram feitos por fora, uma maior governança com relação a gastos, quem era responsável por aprovação dos gastos, gerenciamento de centros de custos, custos por projetos. Uma série de coisas que a partir do momento que a gente via que precisava a gente ia implantando. Isso depois do investimento. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Para a FIR, a principal forma de acompanhamento da gestão se dá através dos conselheiros e a auditoria externa. No que tange aos relatórios exigidos pela FIR, o mais importante é o (RAR) Relatório de Aspectos Relevantes do Negócio, enviado trimestralmente. Trata-se de um relatório escrito pelo próprio presidente da empresa juntamente com seus executivos, discorre sobre o mercado e as finanças do empreendimento. A intenção é que o próprio presidente relate como está o negócio dele. Esse relatório é repassado aos investidores, após analisado pela FIR, que funciona como uma ponte entre empresa e investidores.

Agora a principal forma de acompanhamento da gestão mesmo se dá através dos conselheiros. Além do caráter do conselho para acompanhar mais de perto e dos relatórios financeiros a gente tem outro relatório que se chama RAR (Relatório da Administração). Conseguíamos fazer o acompanhamento das empresas, pois este relatório mostra o negócio da empresa no seu dia a dia. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

A gente investe muito em empresas que ainda se encontram em processo de maturação, assim a gente espera até mesmo um ano para conseguir dar resultado bacana. No primeiro ano que você está investindo os relatórios financeiros não diziam muito, o que vai dizer mesmo é o relatório mais operacional – RAR. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

Os outros relatórios complementares exigidos pela FIR são: *Flash Report*, Fluxo de Caixa, DRE (Demonstração do Resultado do Exercício) e BP (Balanço Patrimonial). Isso também é considerado um desafio, pois a FIR concede um mês para que ele seja apresentado, o que, geralmente, é um prazo difícil de ser cumprido por parte de algumas empresas. Por isso, é considerada outra quebra de paradigma, pois muitas companhias ainda não estão aptas para realizarem esse relatório, fechando-o de próprio punho ou em uma planilha de Excel.

A FIR faz o acompanhamento das empresas através de relatórios periódicos. Do ponto de vista financeiro, a gente tinha um relatório que todas as investidas tinham que enviar todo mês que eram relatórios financeiros mesmos. Balanço, DRE, Fluxo de Caixa e principais indicadores. Aí analisávamos o giro, contas a receber, endividamento este tipo de coisa. Mas isso era para gente não ser surpreendido com a saúde financeira da empresa como já aconteceu em alguns fundos que de uma hora para outra vê que não tem mais dinheiro na empresa. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

5.1 Processos decisórios pós-parceria

Segundo as normas de uma S/A, o fundo de investimento de capital de risco é o responsável para indicar um membro do conselho de administração, que tem direito a um voto. Em certas ocasiões ou nas decisões mais importantes é necessário que se tenha o acordo entre os acionistas, ou seja, a unanimidade.

Antes de fazer o investimento, a FIR avalia o corpo de executivos da empresa e se ela entender que algum executivo não tem *know How* para assumir alguma posição ela orienta o CEO da empresa a substituí-lo. Dentre as entrevistadas, apenas uma organização observou que, pelo contrato de acionistas firmado entre eles, a FIR indicaria o diretor financeiro da empresa. No seu estatuto, é observado que o presidente da firma seria indicado pela própria empresa, e o diretor financeiro pela FIR. Com isso, nesse caso, o fundo de investimentos tem toda a autonomia para mudar esse diretor, conforme lhe seja conveniente.

No Contrato de Investimentos temos dois documentos essenciais. O acordo de Acionista define as regras societárias e o Contrato de Investimentos que define as condições sobre as quais a gente esta pronta para colocar o dinheiro lá dentro. Então temos coisa de governança colocada dentro do acordo mais temos coisas mais fortes dentro do Contrato de Acionistas. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

No contrato estão regras e condições que as empresas precisam executar antes do aporte ou durante o aporte. Já o Acordo de Acionistas são regra societária que vão pendurar ao longo do relacionamento. Ai entra coisas desde regras de decisão até regras de saída de um ou de outro. Regras de *tag along* e mais um conjunto de coisas que possam prever algumas questões que possam aparecer na sociedade de coisas que podem acontecer e que precisam ser discutida quando acontece. FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

A experiência nossa nos permite colocar regras que são modelos de relacionamento societário. Tem um padrão internacional que a gente vai adaptando ao longo do contrato. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado4).

O fundo é totalmente imparcial no que tange a contratação ou demissão de empregados. Ela não assume nenhuma participação na contratação e demissão de empregados. Em outras situações, o que se pôde observar é que, em alguns casos, a FIR indica pessoas para trabalharem na empresa, mas não como uma imposição, sendo que a organização pode acatar ou não.

A única imposição da FIR foi a escolha do *Chairman*⁹ da empresa. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

A primeira coisa que a gente faz e que a gente quer ter o controle sobre a área financeira. A gente tem inclusive o direito de apontar o Diretor Financeiro, mas a gente não exerce isso. A gente deixa a cargo do CEO, por a gente acredita que hora que der errado ele vai apontar e falar eu fiz o que vocês mandaram. Mas se algo der errado, a gente pode mandar um profissional nosso para assumir a gestão financeira. A gente quer ter a certeza de estar indo uma pessoa isenta competente que vai fazer a coisa certa. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

No acordo de acionistas, assumimos algumas mudanças como a eliminação de informalidades na folha de pagamento, passar a empresa para S.A, trocar o Diretor Financeiro escolhido entre o CEO e a FIR e a constituição do *Board* de Diretores. (EMPRESA 3, 2014).

A FIR ganha o direito de veto em muitas questões estratégicas da empresa. Mas é bom ressaltar que esse direito de voto e veto tem o mesmo peso do de outras pessoas do conselho (pode ser do empreendedor). Por isso, o objetivo do trabalho da FIR é entrar na empresa como parceira, sem o escopo de mandar e desmandar. É política do fundo não investir em uma empresa que tenha uma visão muito diferente da sua.

Pode-se observar que a relação, nos processos decisórios, entre a FIR e as empresas investidas, está de acordo com o pensamento de Baeta, Lara e Melo (2008), que observam que reputação e integridade, nesse tipo de parceria, são essenciais. Segundo as autoras, o nível de confiança na relação tem que ser extremamente alto. Mesmo com todos os compromissos sendo

⁹ *Chairman* é o mais alto funcionário de um grupo organizado, como um conselho, comitê ou assembleia deliberativa.

constados no contrato, a questão da confiabilidade é de grande importância para ambas as partes.

Nós da FIR entendemos que quem tem que estar à frente do negócio é o dono do negócio. Nós atuamos apenas orientando, direcionando os investidores. O que a gente entende são das questões de governança. A gente orienta e aí o empreendedor vai ter que aceitar as nossas orientações mesmo a gente não entendendo do negócio dele. Agente sugere, orienta e aconselha, mas no final quem executa é o empreendedor. FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Foi possível observar que todas as empresas que receberam aporte de capital da FIR sofreram aumento no crescimento de seu faturamento e no quadro de funcionários. A Empresa 1, observa que, após a entrada da FIR, houve uma reestruturação completa da empresa. Quando ela se associou, o quadro de funcionários da empresa era formado por 90 empregados, chegando a 300 funcionários em 2013. Depois da acomodação das novas exigências de governança, reestruturação de *portfólio* e adequação da capacidade de produção a empresa opera com cerca de 250 funcionários.

Na minha visão nos dobramos o quadro. Logo depois que entrou o fundo foi criado mais departamentos, criamos áreas que não eram necessárias. Criamos muitos níveis gerenciais e isso engessou a empresa. Depois de passarmos por uma primeira *Due Diligence*, tivemos que readequar. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Um fato curioso, segundo o presidente da empresa 1, ele explica, que depois da entrada da FIR no negócio a margem do EBITDA¹⁰ da empresa reduziu. No entanto o mais importante é o crescimento e não a disponibilidade de caixa. Para a FIR, este é o retrato específico do investimento de Venture Capital, cuja finalidade principal é a promoção do crescimento do negócio.

Este é o efeito de um fundo que crescer e vender a empresa no final. Antes da entrada do Fundo, tínhamos uma margem de EBITDA de 40% antes da FIR e 25% depois da FIR. O crescimento vale mais que dinheiro no caixa. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

De acordo com a Empresa 4, muitos empregados foram contratados após o fechamento da parceria, primeiramente, para atender a necessidade do maior controle na parte de governança, que demanda um processo administrativo maior. Mas o aumento maciço no quadro de empregados, pelo crescimento natural que a empresa teve pós-parceria.

¹⁰ *Ebitda* é a sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, que traduzido literalmente para o português significa: "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização" (Lajida).

A empresa expandiu muito com a FIR e com os contatos que conseguimos. A parceria com outras clínicas aumentaram muito a demanda dos controles internos e administrativos. Temos data para fechar relatórios e cumprir uma série de agendas impostas pelo conselho e investidores. O aumento no quadro era previsível. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Esse crescimento no quadro de funcionários também foi observado na Empresa 1:

No meu ponto de vista, o acréscimo no pessoal foi até em excesso. Nesta atividade estruturante a gente perdeu um pouco a medida disso e depois tivemos que readequar. Parte disso e meio cultura até mesmo nível Brasil de entender que a gente precisa de muita gente para fazer pouca coisa. Quando a gente teve contato *benchmarking*¹¹ com outras empresas. No nosso primeiro processo de *M&A*, ficou claro porque o comprador falou que tínhamos problemas entre a quantidade de funcionários versus faturamento. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Hoje temos áreas que estão carentes, outras ineficientes, a media de pessoas versus faturamento ainda esta desbalanceada, ainda não reflete o ideal. Mas isso não reflete em ter pessoas ociosas, pois a empresa não está ainda no equilíbrio entre a qualificação e a colocação de todo mundo nas diversas funções que a gente precisa. A partir do momento que fazemos uma racionalização das pessoas tem as competências que precisamos para fazer e elas são eficientes para fazer, você consegue ajustar e tem um quadro mais enxuto. (EMPRESA 3, 2014).

Curiosamente apenas um executivo da Empresa 1, declarou que a empresa não cresceu em função da entrada do Fundo, contrariando a resposta positiva dos demais executivos da sua própria empresa e das outras empresas aportadas.

Não em função da parceria, mas sim em função de demanda de mercado. Nunca inflamamos a empresa por causa do Fundo. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

A FIR tem acesso todas às informações das empresas investidas. As informações financeiras, através dos relatórios financeiros e gerenciais. As informações do negócio através das reuniões de conselho e o RAR. Apesar de não ter a expertise do negócio, a aproximação com as empresas é intensa.

Antes mesmos do investimento, a gente já se reunia informalmente. Disciplina de reunião de conselho era um nível. Depois a minha reunião como *Advisor* com o presidente da empresa. O que a FIR faz, além do capital que investe, é ajudar na estratégia e, principalmente, na gestão diária, o que torna a empresa mais eficiente. Além disso, há também um aumento substancial do *networking* (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

¹¹ *Benchmarking* é a busca das melhores práticas na indústria que conduzem ao desempenho superior. É visto como um processo positivo e pró-ativo por meio do qual uma empresa examina como outra realiza uma função específica a fim de melhorar como realizar a mesma ou uma função semelhante.

Quadro 05 – Impactos causados nas empresas investidas e a Governança

RELATÓRIOS GERENCIAIS		Dificuldades na Elaboração dos Relatórios Gerenciais. 100% das empresas Investidas declararam que têm enorme dificuldade de confeccionar os relatórios com as informações exigidas dentro do prazos. Para isso, a FIR informa todo o cronograma com as datas de quando precisa ser enviado cada tipo de relatório. Todos as empresas investidas declararam que não existia uma rotina de apresentação de relatórios gerenciais implementados nas empresas antes da FIR entrar no negócio.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ RAR- Relatório de Aspectos Relevantes do Negócio; ▪ Flash Report; ▪ Fluxo de Caixa; ▪ BP (Balanço Patrimonial); ▪ DRE (Demonstração do Resultado do Exercício); ▪ Budget (Plano Orçamentário).
MUDANÇA CORPO DE EXECUTIVOS	Antes de fazer o investimento, a FIR avalia o corpo de executivos da Investida se entender que algum executivo não tem <i>know How</i> para assumir alguma posição ela orienta o CEO da empresa a substituí-lo.	Foi observado que em apenas uma Investida o Acordo de Acionistas firmava que a empresa indicaria o CEO e a FIR indicaria o Diretor Financeiro.	
CONTRATAÇÃO E DEMISSÃO DE FUNCIONÁRIOS	O Fundo é totalmente imparcial no que tange a contratação ou demissão de empregados.	Em algumas situações a FIR indica pessoas para trabalharem nas empresas investidas, mas não como uma imposição.	

Fonte: Elaborado pelo autor

5.2 Atuação do presidente da FIR

O presidente da FIR juntamente com os outros executivos de alto escalão exerce um papel muito importante dentro das empresas investidas. Durante a pesquisa foi observado que a atuação vai muito além do acompanhamento e direcionamento do negócio. O principal papel do presidente é de apoio, principalmente aos altos executivos das empresas. Por ser um profissional do mercado financeiro, com atuação ativa em conselhos de outras empresas e conhecimentos de negócio, sua figura é muito admirada e respeitada pelas empresas investidas.

O presidente da FIR tem todo o conhecimento da vida da nossa empresa, apesar de não fazer parte do nosso conselho, a presença constante de seus sócios nas reuniões e encontros mensais lhe permite total conhecimento e acompanhamento do nosso negócio. (EMPRESA 4, 2014).

Ele tem participação nas reuniões que acontecem. Um exemplo, a gente tem mesa oval, uma reunião que vem todos os gestores e todos os sócios da FIR para sentar e discutir os problemas, ele sempre vem. O acesso é fácil (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

A totalidade dos entrevistados afirmou que o presidente da FIR tem pleno conhecimento do negócio também observaram que não possuem dificuldade para falar com ele e que o acesso sempre é fácil.

Existe um processo chamado mesa redonda em que os principais executivos da FIR se encontram. Nessas reuniões, todas que tiveram até hoje, ele estava presente, além de toda a equipe da FIR. Onde há uma troca muito grande de experiências. Toda a vez, quando é necessário o contato direto, eu não tenho nenhuma informação de restrição. É realmente muito aberto (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

5.3 Participação da FIR

Quanto à representatividade de participação acionária nas empresas investidas, a FIR declarou que faz parte do DNA do Fundo não assumir o controle acionário de nenhuma empresa investida. O volume máximo de participação nunca passa de 49%. Na entrada do investimento é prática da FIR entrar como mínimo de 20% de capital que pode ser somado a outra rodada de investimento se a empresa assim desejar e a política do Fundo aprovar. Na visão da FIR é necessário de 20% mínimo para fazer valer o poder de voto. A filosofia da FIR é apostar em pessoas, mercado e empresas. A FIR declarou que é preciso dar um voto de confiança aos empresários e deixar o controle do negócio com eles.

O DNA da FIR é diferente de outros fundos que existem no Brasil. A FIR é o contrário, ela sempre compra posições minoritárias, o máximo de participação acionária que eu tenho numa empresa é 49 % e no mínimo que eu olho como investidor na entrada do investimento é 20%, então as minhas participações acionárias no momento do investimento varia entre 20% e 49%. 20% porque eu quero uma posição acionária para ser respeitado e ouvido na empresa e 49% porque eu não quero ter o controle. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Como nós apostamos em pessoas, mercado e empresas então eu acredito nas pessoas que eu estou apostando, acredito que são melhores do que eu para tocar o investimento. Por isso não tenho nenhum interesse em tomar o controle acionário destas empresas. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

5.4 Estratégias Empresariais e a valorização humana no modelo de negócio

Para a FIR, de uma forma generalizada, todas as empresas, num determinado estágio de desenvolvimento, precisam fazer um movimento de se organizarem. As questões que podem definir sucesso ou insucesso das empresas são comuns a todas independentes do setor da economia em que elas estejam. Tanto faz se a empresa for do setor de saúde ou industrial. Os problemas estarão sempre relacionados ao entendimento do processo decisório societário, definição das responsabilidades societárias, montagem de um modelo de negócio adequado e a elaboração de um plano de negócio. As serão as ações que irão servir como núcleo de referencia para efeito de montar toda a sua estrutura de processo e planejamento. Estes problemas podem estar relacionados ao acesso à tecnologia, acesso a capital, modelo mental aberto para não praticar desvios de controle ou desvio de processos formais legais. Ai não é só a questão do processo, mas o modelo mental das pessoas que estão envolvidas neste processo.

Às vezes tem pessoas que acreditam ou querem isso tudo, mas não estão dispostas a embarcarem neste modelo formal legal. Não adianta só a intenção, é preciso realmente se envolver e fazer. Então tem esta questão que tem que ser tratada, quando as empresas ou empresários que nos procuram a gente têm aqui um teste que a gente faz, e o processo nosso de escolha do empreendimento e investimento e muito mais em cima das pessoas na primeira fase que no negócio. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

A gente acredita que negócio pode ser algo que se altera ao longo do tempo em função das condicionantes do ambiente. Agora as pessoas, a forma de pensar, o modelo mental, as intenções reais, a prontidão para mudanças necessárias, o senso de urgência e de prioridades em cima das questões mais importantes ou essenciais para o negócio, são características que dependem basicamente da personalidade, do caráter, da intenção real, da história de vida. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

Durante o processo de seleção das empresas, a FIR afirma que existe um momento em que há uma avaliação muito pesada em cima das questões associadas às pessoas que precede a avaliação do negócio.

Obviamente se isso não passa pode ser um ótimo negócio, que a gente não embarca. Até porque uma sociedade feita dentro das regras que a gente aceita que nos somos os minoritários, é claro que temos Contratos de Investimentos, Acordos de Acionista, mas a gente sabe que se não houver o real objetivo destas pessoas não será este documento assinado que vai fazer acontecer. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

Então a gente não quer e toma todos os cuidados com a documentação formal, mas os documentos formais são conjunto de regras que fazem parte de obrigações primarias da questão da formalização, mas isso não resolve o nosso problema agente quer entender se as pessoas vão estar prontas a fazer o caminho que estamos propondo, depois formalizamos num documento. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Mas a gente não quer formalizar este documento e depois ter surpresa de ver que os empreendedores assinaram e não tinha entendido e não queria fazer aquilo. Antes de embarcar numa avaliação econômica financeira, a gente quer saber se o pessoal que estará conosco estarão prontos para compartilhar uma sociedade, nos não queremos

entrar em uma sociedade em que não ha certeza em que o outro lado não esta pronto para ter sócio.(FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

A gente não quer e não quer fazer e nunca fez jogar um acordo para fazer valer uma decisão, o acordo é documento formal que tem que está no armário. A gente não quer fazer uso deste acordo para fazer valer uma decisão. A gente brinca aqui que a gente é apenas o co-piloto do avião, segurando a prancheta da direção, mas o empreendedor tem que estar pilotando o avião. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Segundo a FIR, as estratégias empresariais adotadas pelas empresas após a parceria variam muito de uma empresa para outra. Em alguns casos, a empresa já possui uma estratégia definida. Em outros casos, a FIR apenas traça metas, e a empresa, por conta própria, busca os resultados. Em todas as situações, a FIR está sempre próxima para tentar ajudar no que for necessário e estiver no seu alcance. A finalidade principal é que o planejamento seja atingido. Se a empresa for uma Empresa *startup* e estiver no início da operação, a FIR interfere diretamente em sua estratégia de negócios, inclusive, apresentando pesquisas sobre o mercado, modelos de negócio, estudos de casos dentro do seguimento do qual a empresa está inserida.

Foi em conjunto com os sócios fundadores responsável pelo direcionamento. Era muito compartilhado e exaustivamente discutido nas reuniões estratégicas, nas reuniões de Board. A FIR catalisou o nosso planejamento estratégico. Mas eles não chegaram e falaram que a gente precisa fazer isso ou aquilo. Este não é o modelo da FIR. (EMPRESA1, 2014, entrevistado 2).

Direcionou o caminho. O que o fundo faz é te mostrar o horizonte e te perguntar por que você não chegou lá ainda. (EMPRESA 2, 2014).

Foi uma coisa em Conjunto. O Board trabalhou muito nisso e o Board é composto tanto do pessoal da FIR como de acionistas. (EMPRESA 4, 2014).

Quando esta empresa aparece aqui, a gente sabe que não vai conseguir fazer uma operação de Cisão, ou Fusão porque aquela empresa está desarrumada. Então a gente usa a estrutura do grupo nosso de governança da caixinha de gestão, para fazer o trabalho de preparação das empresas visando o que a gente chama de Operação Estratégica de médio ou longo prazo. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Uma das principais mudanças em relação à estratégia que as empresas vivenciaram, após a entrada da FIR, se deu com o meio em que ela está inserida. Todas as empresas pesquisadas, por unanimidade observaram que, com a entrada da FIR, as empresas obtiveram ganhos consideráveis com todos os *stakeholders*. As principais mudanças foram com os clientes, fornecedores, *network clusters*.

Uma empresa investida e de qualquer forma um selo de qualidade e isso acaba ajudando. (EMPRESA1, 2014, entrevistado 1).

A melhoria da imagem da empresa após a entrada da FIR foi outro ponto positivo observado nas Empresas. Elas passaram a serem vistas com uma maior credibilidade no mercado.

Na realidade eu associo o Fundo como um *personal trainer*. O Fundo te dá um pouco de condição através do recurso financeiro, mas é você acaba fazendo tudo tendo um tutor por traz. Poxa nós melhorarmos a nossa imagem no mercado. O fundo chegou e disse que precisávamos melhorar a nossa imagem no mercado. Instigou a gente a melhorar nossa imagem no mercado. A gente foi no mercado e procurou uma empresa para nos ajudar com uma estratégia de *marketing*. Fomos nós que arregaçamos as mangas e fomos e eles foram dando apoio logístico. Mas fomos nós que fizemos. (EMPRESA 2, 2014).

Quadro 06 – Estratégias empresariais

RETRATO ESPECÍFICO DO INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL	O CEO da empresa 1 explicou que depois da entrada da FIR no negócio o Ebtida da empresa reduziu mas que a finalidade principal do investimento é a promoção do crescimento do negócio e não a geração de caixa.	Curiosamente apenas um executivo da Empresa 1, declarou que a empresa não cresceu em função da entrada do Fundo, contrariando a resposta positiva dos demais executivos da sua própria empresa e das outras empresas aportadas.
PAPÉIS ATUANTE DO PRESIDENTE E EXECUTIVOS DA FIR NAS EMPRESAS INVESTIDAS	O presidente da FIR juntamente com os outros executivos de alto escalão exerce um papel muito importante dentro das empresas investidas. O presidente da FIR tem um papel de evangelização dentro das empresas investidas.	
PARTICIPAÇÕES DA FIR NO NEGÓCIO	A FIR declarou que o volume máximo de participação nas empresas Investidas nunca passa de 49% ações. Na entrada no negócio a FIR entra com o mínimo de 20% de capital. Na visão da FIR é necessário 20% no mínimo para fazer valer o poder de voto.	A filosofia da FIR é apostar em: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Pessoas, ▪ Mercado e ▪ Empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor

5.5 Dinheiro investido

Antes da assinatura do Acordo de Acionista e efetiva transferência do recurso financeiro. Juntamente com os empreendedores, a FIR define a finalidade do recurso dentro de cada empresa. As empresas que buscaram o investimento da FIR têm com principal destinação do recurso o endividamento financeiro adquirido ao longo dos anos que antecederem o negócio, fazer novas aquisições de empresas com tecnologias complementares ao seu negócio e processo de internacionalização. O controle destes investimentos no primeiro momento é através do plano orçamentário elaborado pelas empresas e aprovado pelo conselho e sua execução é controlada através dos relatórios financeiros. Segundo os empreendedores este também é um ponto positivo no negócio, pois os empreendedores que conseguem dimensionar o tamanho do desafio e responsabilidade do novo negócio.

Na realidade a FIR coloca a meta para que o capital dela seja remunerado. Isso é algo importante de se comentar, pois quando isso não está muito alinhado pode se tornar um divórcio litigioso. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Segundo o depoimento do executivo 2 da FIR, a maior preocupação do fundo é com o endividamento das empresas. Ainda segundo o executivo, a FIR garante e controla os investimentos nas empresas utilizando-se de duas ferramentas. A primeira é através dos relatórios financeiros e a outra através da própria estrutura do conselho de Administração. Se fosse observado algum fator crítico ou de risco em uma determinada empresa investida, quando da confecção do Contrato de Investimentos, a FIR colocava uma cláusula de vedação ou delimitação dos poderes dos empreendedores em algumas ações isoladas, como por exemplo, a contratação de empréstimos. Sendo obrigatório que aja a aprovação consensual do Conselho de Administração.

O controle do recurso financeiro é feito principalmente através de relatórios financeiro. A gente não definia quanto o empreendedor tinha que deixar no banco. Esta exigência era uma coisa muito rara. Através dos relatórios financeiros e mecanismos via conselho se o negócio estiver diferente do que a gente imaginava, a gente consegue orientar e atuar forma mais forte. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 4).

A gente era muito rígido com relação a empresa não se endividar a gente colocava no contrato de investimentos que algumas empresas não poderiam fazer nenhum tipo de empréstimo sem a anuência do Fundo. Os mecanismos para não ter surpresas são os relatórios mensais financeiros, cláusulas em contrato de investimentos em alguns investiram que a gente acha que é fator crítico de acompanhamento e gestão via Conselho. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

Todo investimento de venture capital é um investimento de risco, o recurso quando a gente faz o investimento a gente combina com o investidor onde vai ser aplicado o recurso. Se o Empreendedor começa a gastar de forma indevida via Conselho você consegue a tomar as medidas necessárias. O Fundo não chega a aprovar nenhum tipo de pagamento, mas faz uma análise minuciosa nas contas de gastos e custos. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Outro ponto de preocupação da FIR é a definição é o plano de negócio. Juntamente com o empreendedor. Antes mesmo de receber o recurso financeiro este plano precisa estar pronto, discutido e aprovado pela FIR e seu futuro sócio. Baseado neste plano de negócio a FIR consegue identificar a finalidade e aplicação do recurso aplicado na empresa.

Quanto ao dinheiro vai entrar na empresa, previamente antes do dinheiro entrar eu vou acordar com o meu potencial investido que vai ser o meu sócio futuramente, qual é o Plano de Negócio da empresa. Derivado do plano de Negócio, a gente vai saber qual é o uso destes recursos que vai vir com os investimentos. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

6 POLÍTICAS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA APLICADAS PELO FUNDO

A Fir Capital é uma empresa gestora de Fundos referenciada e premiada no Brasil com a melhor Governança Corporativa. A FIR criou um Manual de Governança que serve como

guia a ser seguido pelas empresas investidas. Acredita que o crescimento sustentável de qualquer organização tem como base uma boa governança.

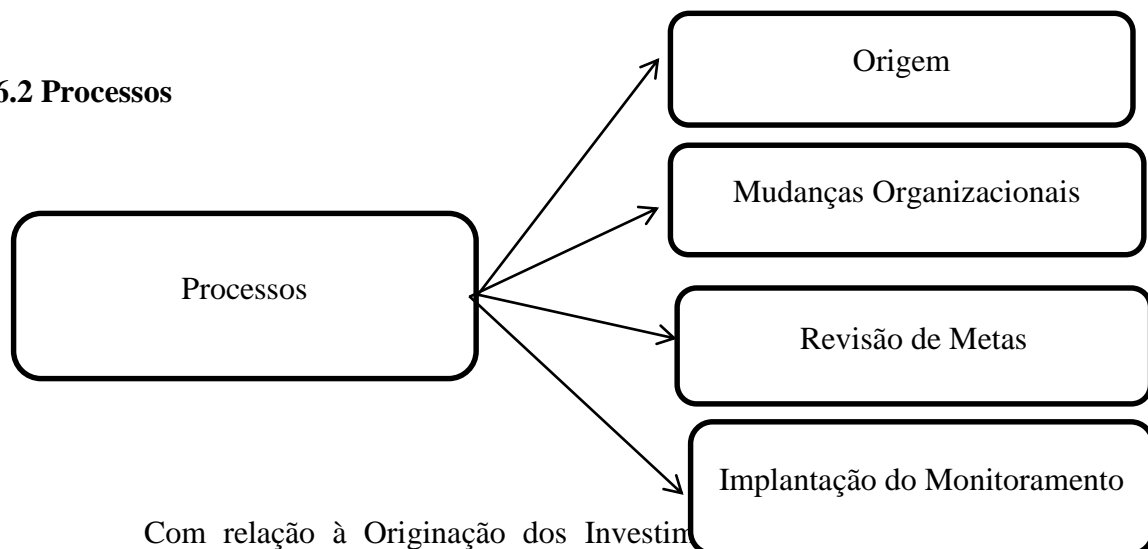
O processo de avaliação do monitoramento e das práticas de GC ocorridas nas empresas investidas pelo fundo envolveram algumas etapas:

6.1 Estrutura das Empresas e do Fundo

Este tópico tem como objetivo analisar as empresas investidas como um todo, desde a sua composição societária, porte financeiro, ramo de atuação entre outras características que foram consideradas relevantes para estudos que as estruturas físicas das empresas entrevistadas se assemelham nos seguintes aspectos: **i)** porte: enquadrando-se em pequeno e médio porte; **ii)** ramo de atuação: empresas com potencial de inovação tecnológica; **iii)** natureza do fundo investidor: previdência privada; **iv)** estágio das empresas durante a negociação com o fundo de VC: todas as empresas analisadas se encontravam no estágio de VC.

Todas as empresas entrevistadas receberam investimentos do Fundotec II, estando sujeitas de um método similar, corroborando em práticas de GC e monitoramento semelhante.

6.2 Processos



Com relação à Originação dos Investimentos, algumas empresas foram em busca dos fundos. Algumas foram apresentadas através de parcerias com universidades e faziam parte do network das empresas que já haviam sido investidas pela FIR capital.

Já as mudanças organizacionais foram marcadas por alterações societárias: todas as empresas sofreram alterações societárias e culturais. Todas modificaram a natureza jurídica de

LTDA para S.A. A primeira empresa passou por um processo de fusão, imposta pelo fundo para a concretização do investimento com outra companhia de atividade similar e complementar do ramo de atuação afetando a empresa em todos os âmbitos.

No momento que você assina o memorando de investimento, e todos os documentos que são assinados entre o Fundo e os Investidores estão explícitos as questões de Governança mais o manual de Governança. Existe um reconhecimento formal, o documento que é assinado e nós ajudamos a empresa no dia a dia. As regras vão sendo implementadas ao longo do pós- investimento. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Desta forma, as evidências que foram tiradas da entrevista, demonstraram que estas alterações proporcionaram uma maior profissionalização e o amadurecimento dos negócios, o que conseqüentemente melhora o desempenho das mesmas.

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

Nós construímos um plano de negócio para aprovar e vender a ideia dentro do ponto de vista de negociação. As etapas formais já seguiam alguns padrões de Governança que tivemos que adotar depois do acordo com o Fundo. O acordo de acionista, mudança do tipo de Cia, a gente passou para S.A. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Com a entrada do fundo de investimentos nas empresas, tornou-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 todas as empresas investidas foi verificada uma abordagem similar estipulada pelo fundo, como: **i)** revisão continuada das metas para elaboração de um planejamento condizente com as reais necessidades das empresas; **ii)** formulação de plano de negócio, alinhado ao planejamento estratégico de longo prazo das empresas e do fundo.

Depois de passarmos por dois processos de *M&A*, a gente veio a perceber que os benefícios de estruturação de Governança trazidos pela FIR através das necessidades e requisitos que eles têm agregando muito mais valor que a gente imaginava inicialmente. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

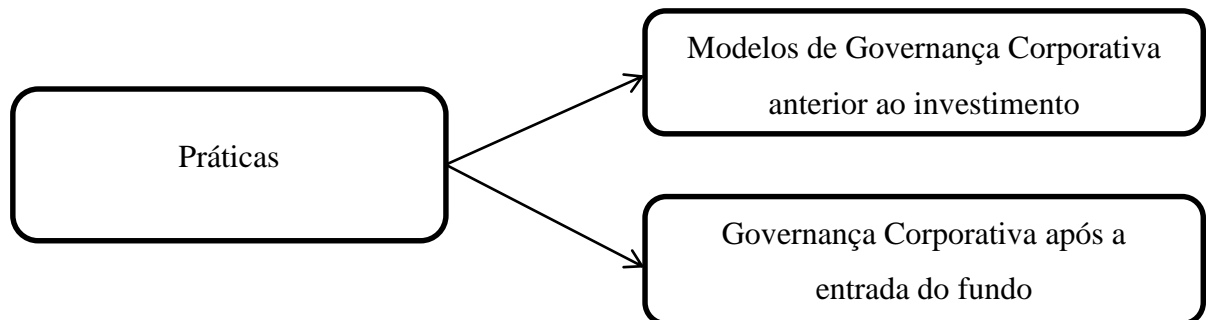
Foi observado através da pesquisa que o monitoramento implantado pelo fundo de investimento nas empresas investidas pôde ser dividido em duas fases:

- i.** Nas empresas sem estrutura formada: os fundos são mais próximos, orientando-as em suas estratégias.

- ii. Empresas com estrutura formada: o os fundos auxiliam no planejamento estratégico.

No caso das empresas entrevistadas, todas passaram pelas duas fases, pois no início elas não possuíam estrutura, e foram adquiridas no decorrer do investimento.

6.3 Práticas



O estudo abordou 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 transparente.

De acordo com a pesquisa realizada, foi observado que as empresas investidas possuíam certo nível de GC informal, com caráter superficial, isso tudo baseado nas experiências e *know-how* dos seus empreendedores.

Como o termo Governança Corporativa é relativamente novo no Brasil, muitos empreendedores, no início da sociedade tinham conhecimento do termo, mas na prática não conheciam a sua aplicabilidade. No entanto apesar de toda a exigência destas normas a FIR mencionou que na percepção dela os empreendedores a escolhiam exatamente pelo apoio que é oferecido na implementação destas novas regras.

Após a entrada dos fundos, os modelos de GC demonstraram mudanças significativas, se comparadas com o cenário anterior, tais como: monitoramento dos resultados através de reuniões pré-agendadas, padronização dos relatórios, estabelecimentos de indicadores financeiros e não operacionais para prestação de contas, contratação de uma empresa externa de auditoria, formação de um conselho de administração efetivo e outros

A submissão da aplicação do novo modelo de GC e às exigências dos fundos foram necessários para que estas se tornassem mais eficientes. Para todos os entrevistados esta nova

prática indicou um aumento de transparência das empresas, o que segundo eles, acabaram por promover um amadurecimento profissional, em relação à prestação de contas e a equidade societária no âmbito da resolução de conflitos, demonstrando maior credibilidade dos seus negócios ao mercado.

Quadro 07 – Governança Corporativa nas empresas investidas

CARACTERÍSTICA DO FUNDOTECH II		Fundos Investidores Institucionais possuem um nível maior de exigência quanto à obrigatoriedade de adesão às Práticas de Governança.	
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO		O Conselho de Administração é formado por Executivos das Empresas Investidas e Executivos da FIR. O Presidente do Conselho normalmente é um membro independente indicado (convidado) pelo Fundo de Investimento.	
MANUAL DE GOVERNANÇA	A <i>Fir Capital</i> é uma empresa gestora de fundos referenciada e premiada no Brasil como referência nacional em Governança Corporativa.	A Governança exigida pela FIR nas empresas investidas está de acordo com os princípios de Governança observados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).	Face a essa mudança, acontece automaticamente uma melhoria de gestão. Pois, no momento em que a empresa é obrigada a cumprir esses quesitos, passa a se organizar totalmente.
IMPACTOS ORGANIZACIONAIS E A GOVERNANÇA	Os empreendedores procuram associar-se a buscando principalmente o recurso financeiro e melhoria na gestão. Mas além da falta do recurso financeiro nas empresas investidas faltam “ <i>know how</i> ” para fazer o negócio decolar.	Todas as mudanças provocadas pela entrada de um Fundo são suportadas pela obrigatoriedade de adoção de práticas de governança corporativa.	

Fonte: Elaborado pelo autor

7 PERCEPÇÕES DAS EMPRESAS INVESTIDAS PÓS-INVESTIMENTO

Ao tornarem-se sócias da *Fir Capital*, são várias as expectativas que as empresas anseiam após a efetiva associação com o fundo de capital de risco. Tanto por parte dos executivos quanto por parte dos empregados. Afinal se um Fundo de Investimentos apostou no negócio, pressupõe-se que ele é realmente promissor. Pode-se perceber que na fala dos executivos, o sentimento de privilégio por ter sido aportado pela FIR. Além de enxergar na FIR

uma potencializadora financeira, também a considera como uma possibilidade de melhorarem sua gestão. Nessa questão, o que as empresas mais esperavam em relação à FIR era:

- i. Expectativa de acesso ao capital;
- ii. Melhoria da Estrutura de Governança;
- iii. Acesso às outras empresas e prestadoras de serviços no mesmo ramo de negócio;
- iv. Acessória na elaboração do plano de negócio;
- v. Aperfeiçoamento da competência na gestão de conflitos.

Todos esses tópicos, de um modo em geral, fazem parte da governança corporativa. E, nesse caso, 100% das empresas entrevistadas melhoraram sua governança.

A empresa precisava de conhecimento. A FIR não trouxe só governança e exposição na mídia, trouxe também melhoria de capacidade de gestão do negócio. Boa parte do sucesso de hoje se deve a FIR. (EMPRESA 5, 2014).

Depois a gente veio perceber que benefício de estruturação de Governança trazidos pela FIR através das necessidade e requisitos que eles têm, agregou muito mais valor que a gente imaginava inicialmente. (EMPRESA 2, 2014).

A primeira expectativa era ter o acesso ao capital. A gente queria financiar a estratégia do desenvolvimento internacional e o nosso novo portfólio de produtos. A gente imaginava como outros benefícios melhorar aspectos de governança, ter acesso a redes de outras empresas e prestadoras de serviços que ajuda o dia a dia de uma empresa, tais como escritórios de advocacia, acessória de panos de negócios e uma série de outros fornecedores que coabitam a FIR. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Nós esperávamos uma ajuda para internacionalizar. Acho que foi uma decisão muito acertada. (EMPRESA 3, 2014).

No que tange as mudanças ocasionadas na gestão, poderem compartilhar as decisões com a FIR, é o que relativamente deseja todas as empresas. São dois os principais auxílios que o fundo de capital de risco fornece às empresas. Um deles é o “*time* da FIR” - consiste numa equipe de profissionais altamente qualificados, e o outro se trata do seu trabalho de governança propriamente dito.

Em termos de gestão, uma empresa S.A, acaba protegendo os executivos a não fazem coisas erradas. Você começa a observar melhor tudo que você vai falar internamente, ou com fornecedor. Uma empresa S.A te atribui melhor maturidade, postura e posicionamento no mercado. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Sem duvida nenhuma uma gestão mais formalizada. O fato de termos que dar satisfação dá muito trabalho, mas faz a gente pensar mais. (EMPRESA 2, 2014).

A profissionalização da gestão que os fundos impõem. Você cria outra estrutura do negócio. O investidor precisa sair de uma gestão pouco familiar e informal para algo

com outro nível de formalidade. Isso faz com que você estruture melhor o seu negócio, tome ações de longo prazo, mais estruturantes e mais consistentes. Existem várias coisas que agente fez depois da entrada do Fundo que a gente sabia que tinha que fazer. Talvez soubéssemos até mesmo o caminho, mas a gente não fez. Não colocava na agenda e colocava outras prioridades. (EMPRESA 2, 2014).

Na verdade capital quando vem e sempre bem vindo. Mas no nosso caso não foi o motivante. A gente estava em um estágio onde nos precisávamos de auxílio na gestão. Tanto que quando o fundo entrou a empresa virou S.A, formou-se um conselho de Administração, entrou outras pessoas com outras visões e isso é muito importante. (EMPRESA 3, 2014).

A empresa precisava dar um salto. Nós estávamos com concorrentes muito fortes, tinha uma empresa americana tomando nosso espaço no Brasil e como nós éramos pequenos não conseguíamos concorrer com igualdade. Nós éramos uma empresa caseira, mas que já tinha clientes parrudos no mercado e faltava experiência de gestão. (EMPRESA 4, 2014).

Nós tínhamos uma vontade enorme no coração, mas sem experiência alguma na gestão. A estratégia dos donos era virar o primeiro do mundo e nos não poderíamos competir com igualdade com os conhecimentos que tínhamos. A empresa estava numa fase que ela sobrevivia sozinha, mas para crescer precisava de mais robustez. (EMPRESA 5, 2014).

Outro ponto importante observado é a burocratização dos processos decisórios. 100% dos entrevistados declararam que depois do investimento as empresas se tornaram mais burocráticas. Com as exigências das práticas de governança impostas pela FIR, viu-se a necessidade de criação de mais processos. Todas estas mudanças tornaram a gestão do negócio mais lenta. Segundo os executivos das Empresas, antes da entrada do Fundo as decisões eram quase que imediatas. Do ponto de vista dos gestores das Empresas entrevistadas, tal fato não é totalmente ruim e que a burocracia é necessária para o crescimento em escala e sustentabilidade.

Nos não conseguimos alavancar e ter escalabilidade sem um pouco de burocracia. Sem dúvida nenhuma uma gestão mais formalizada, o fato de termos que dar satisfação dá muito trabalho. Mas faz a gente pensar mais antes de tomar as decisões. E isso é um ponto positivo. A empresa ganhou muito com isso. (EMPRESA 3, 2014).

Todo o processo estruturante inseriu burocracia e certa lentidão. Quem está acostumado a tocar o negócio sem estas restrições, pode se sentir um pouco travado. Isso deixou a empresa um pouco mais lenta. As decisões eram muito mais fluidas antes da FIR. Com a estrutura de governança você tem que compartilhar certas decisões com outros fóruns. Nós tomávamos uma decisão de orçamento no nosso dia a dia. Às vezes isso é bom e outras vezes são ruins. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

A burocracia e a lentidão é um ponto muito ruim. Você tem que estar bem claro quais os outros benefícios que você está tendo para encampar o ponto negativo. Outro ponto que você passa a ter novos sócios. Isso é um ponto negativo, demanda mais negociação e novamente no tempo. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Apesar da burocracia no processo decisório, houve um ganho significativo em todos os sentidos. Tanto para a empresa quanto para a FIR. (EMPRESA 2, 2014).

Todavia, mesmo considerando esse aporte viabilizado pelo fundo de capital de risco, uma das empresas observou que a expectativa não foi atendida.

A empresa queria financiar a estratégia de desenvolvimento internacional. Fazia parte do nosso plano de negócios uma possível aquisição de outra empresa que tinha uma tecnologia que complementava os nossos produtos. Foi muito diferente o que ocorreu. Primeiro o nosso plano de internacionalização não desenvolveu do jeito que a gente queria. O plano de aquisição da empresa se mostrou complexo e inviável. Não conseguimos comprar a empresa que queríamos. Passamos por uma estratégia de internacionalização orgânica que foi muito mais cara do que a gente imaginava. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Para algumas companhias, a entrada da FIR foi essencial para que a empresa alcançasse o bom desempenho atual. A gestão voltada para resultados e a acessória de marketing, foram os principais pontos atribuídos para este sucesso. A Empresa 3 iniciou um processo de *M&A* antes da entrada da FIR no negócio e percebeu o *valuation* seria totalmente afetado pela falta de estruturação do negócio.

Nós sofremos um início de um processo de *M&A* antes da FIR e durante a FIR passamos por mais dois processos. Comparando o que aconteceu antes da entrada do fundo, a gente seria significativamente afetada em termos de *valuation* pelo fato de não estarmos estruturados. Fazer uma auditoria na empresa, na época era algo inviável e isso entra nas *liabilites* e da percepção de valor que o adquirente vai ter do negócio. Os outros dois processos que foram muito menos complexos, isso influenciou diretamente na minha percepção no valor da empresa, porque o comprador consegue certificar que o que você está vendendo no plano de negócio, aquilo que você está negociando tem materialidade. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Em relação aos pontos negativos, apenas os executivos da Empresa 3 reafirmaram a questão de regras mais rígidas, as outras não souberam identificar.

Não é uma questão de engessamento. Mas existem regras mais rígidas que muitas vezes dificultam a tomada de decisões. Quando você tem um Fundo por trás você tem que prestar contas. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 1).

Todas as empresas questionam sobre a real necessidade dos *books* de relatórios exigidos pelo Fundo. Segundo os gestores, são enviadas as mesmas informações em diferentes relatórios o que acaba por gerar retrabalho.

Em minha opinião, seria maravilhoso se a FIR adotasse uma plataforma via *web* para inserirmos os dados financeiros e que estas informações fossem utilizadas por todos os membros do conselho, executivos da empresa e da FIR. Acredito que a maioria das informações solicitadas em diferentes relatórios são informações comuns que deveria estar consolidada em apenas um ambiente e utilizada por todos. (EMPRESA 4, 2014).

7.1 *Fir Capital* - Investidor de Tecnologia e Inovação

A *Fir Capital* admite que carrega um estigma de investidor de tecnologia. Declara que quando iniciou o negócio no ano de 2001, o real desejo era replicar no Brasil o Modelo de *Silicon Valley* o famoso vale do silício situado na Califórnia, onde todas as grandes empresas de bases tecnológicas dos Estados Unidos nasceram. Entretanto, segundo a FIR o ecossistema no Brasil não está desenvolvido para aplicar este modelo. E ainda tiveram casos de investimentos de Venture Capital de sucesso no Brasil.

No ano de 2007, a FIR criou outro Fundo de investimento em projetos inovadores. A FIR declara que gosta de fazer negócios em setores onde o Brasil tem vantagem competitiva e comparativa. Atualmente os olhares estão voltados para os setores que se beneficiam de investimentos no Brasil, sendo considerado como ótima oportunidade de investimentos a saúde e educação dentre outros.

Nós FIR carregamos um estigma de ser investidor de tecnologia. Quando nos iniciamos em 2001 o nosso desejo era replicar no Brasil o modelo do *Silicon Valley*. Onde as grandes empresas de bases tecnológicas nasceram. Só que o ecossistema no Brasil não estava desenvolvido para fazer isso. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

A gente gosta de fazer negócios em setores onde o Brasil tem vantagem competitiva e comparativa. Se olharmos todos os setores que se beneficiam de investimentos no Brasil, é ótima oportunidade de investimentos, os setores da saúde, educação dentre outros. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

7.2 Promessas e cumprimento de acordos

Em 100% dos casos de parceria, as empresas ressaltaram que a FIR não fez nenhum tipo de promessa em relação a ganhos para as investidas. O que elas garantem é o cumprimento do que está escrito no Acordo de Acionistas. Esse acordo indica principalmente o montante a ser investida, a porcentagem que ficará com a FIR, a transformação da empresa em S/A, entre outras cláusulas também em relação às metas e ao trabalho que será desenvolvido em conjunto entre a FIR e a empresa na área da gestão. Em 99% das entrevistas os executivos responderam não, que a FIR não faz promessa com relação a ganho.

A FIR não promete nada. Eu acho que a FIR ajudou muito na área Financeira. No entanto, promessa de ganho ela não fez nenhum. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Somente um executivo da Empresa 1 respondeu que sim. Que a conta padrão da FIR é durante um período de 3 (três) anos, o Fundo sai com no mínimo o valor investido mais um multiplicador de 3 vezes.

A conta padrão de Fundo e 3 vezes. Ele tira o valor dele mais 3 (três) vezes o valor investido num período máximo de 3 anos. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado 2).

Todas as empresas também garantiram que a FIR cumpriu todas as suas obrigações que estavam acordadas em Acordo de Acionistas e Contrato de Investimentos. As empresas investidas consideram que a única exigência que elas chegaram a fazer para o fundo de capital de risco é que se cumprissem as cláusulas que estavam no contrato. E, segundo elas, é o que tem ocorrido.

A Empresa 3 reforça ainda que a FIR é muito correta em relação a esse cumprimento de cláusulas contratuais. Uma das exigências no contrato desta empresa era que houvesse a regularização dos pagamentos dos funcionários formalmente a partir do primeiro mês depois de entrada do Fundo. Como a empresa não estava preparada formalmente para atender esta exigência foi necessário um esforço muito grande por parte dos executivos e departamento de pessoal. No entanto a FIR foi bastante incisiva na sua colocação e o contrato foi cumprido.

Uma das obrigações constantes no Acordo de Acionistas foi a eliminação da informalidade da nossa folha de pagamento, foi complicado no início porque não estávamos preparados. Mas o contrato foi cumprido no prazo estabelecido. (EMPRESA 1, 2014, entrevistado2).

Quando da finalização da análise desenvolvida neste capítulo, observamos que mesmo as empresas cujas expectativas não formam 100% correspondidas, indicariam a *Fir Capital* como gestora de investimento para outra empresa parceira de mercado. Tal percepção vai de encontro a afirmação da FIR na assertividade de aprovação de novos negócios oriundos de indicações de empresas investidas anteriormente.

A gente não investe em projetos que vem bater na nossa porta. A gente nunca aprovou um plano de negócio das empresas que batem na nossa porta. Depois de 12 anos de história, construindo uma história de sucesso neste mercado brasileiro, investindo em pequenas e médias empresas inovadoras. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

Hoje a gente hoje é referencia no mercado. Parceiros, centros de Tecnologia, empresários do nosso ciclo relacionamento, escritórios de advocacia, eles sabem qual é o perfil que a gente gosta. Você ser referenciado por um nosso parceiro de

investimento, e uma oportunidade para bater na porta. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

Quadro 08– Percepção das empresas investidas pós-investimento

MUDANÇA NAS ESTRATEGIAS EMPRESARIAIS	100% das empresas observaram que, com a entrada da FIR, as empresas obtiveram ganhos consideráveis com todos os <i>stakeholders</i> .	As principais mudanças: <ul style="list-style-type: none"> ▪ clientes; ▪ fornecedores; ▪ <i>network</i> 	A melhoria da imagem. “ as empresas passaram a serem vistas com maior credibilidade no mercado”.
EXPECTATIVAS DAS EMPRESAS INVESTIDAS PÓS-INVESTIMENTO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Expectativa de acesso ao capital; ▪ Melhoria na estrutura de governança; ▪ Acesso às outras empresas e prestadoras de serviços no mesmo ramo de negócio; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Assessoria na elaboração do plano de negócio; ▪ Aperfeiçoamento da competência na gestão de conflitos. 	Burocratização dos processos decisórios é vista pelas empresas investidas como necessária para crescimento em escala e sustentabilidade.
FIR CAPITAL - INVESTIDOR DE TECNOLOGIA E INOVAÇÃO OU INOVAÇÃO ?	A <i>Fir Capital</i> iniciou o negócio em 2001 focada em Empresas de bases tecnológicas, mas declarou que a partir do ano de 2007, criou um fundo de investimento em Projetos Inovadores.		
PROCESSOS DECISÓRIOS PÓS-PARCERIA	Segundo as normas de uma S/A, o Fundo de Investimento de capital de risco é o responsável para indicar um membro do conselho de administração, que tem direito a um voto.		

Fonte: Elaborado pelo autor

7.3 Desinvestimento

No que tange ao desinvestimento nas empresas investidas a FIR afirma que não existe nada especificado em contrato que defina qual o tempo que a sociedade irá perdurar. Para FIR este tempo está limitado ao próprio tempo de existência do Fundo (a pesquisa se limita as empresas investidas pelo Fundotec II). Este fundo tem um prazo máximo de vida de 10 anos. O natural é que leve em torno de três anos para a realização dos investimentos e sete para haver o desinvestimento.

As exigências para as empresas se tornarem em sociedade anônima ou S/A facilita o trâmite no momento da venda ou do desinvestimento. Se a empresa tiver volume financeiro para fazer um IPO, certamente estará pronta para esta operação seja nas bolsas de valores do

Brasil ou exterior. Todas as exigências do fundo quando da entrada no negócio potencializar e facilitar o desinvestimento.

Nós não gostamos de dar uma previsão de desinvestimento para um empreendedor porque na verdade nós também não sabemos qual é este *time*. Alguns investidores insistem em querer saber e o que a gente responde é que em média esse desinvestimento acontece de cinco a seis anos. Mas deixamos claro que não é uma regra e que cada caso é um caso. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 3).

A Empresa 3, segundo a FIR está em processo de desinvestimento, entretanto por questões de sigilo de negócio não foi possível a obtenção dos dados com detalhamento.

Par a FIR pode haver momentos em que acontece uma proposta irrecusável, mesmo que ela ou a empresa não esteja esperando ou programando vender a empresa naquele momento. Nesse caso, o conselho da empresa se reúne e analisa se vale a pena a venda naquele instante.

Em algumas empresas, por se tratar de *startups* e negócios inovadores, é preciso esperar um pouco mais, para que o negócio seja mais valorizado. O normal é que espere o mínimo de três anos para que o negócio atinja um grau de maturidade onde haverá retorno para as FIR e para as empresas investidas.

A FIR explica que existem casos em que o processo de *Due Diligence* já havia sido feito, que a negociação já estava no final e no último momento o principal executivo da Cia que estava comprando não quis fazer negócio.

Sobre casos de insucesso, a FIR afirmou sim. Ela já teve investimentos que a empresa não vingou e o investidor deixou a parceria antes mesmo da venda. A FIR acredita que um dos motivos para o acontecimento está no fato de que, provavelmente, o Fundo não esteve alinhado com a empresa. Os dois parceiros, Fundo e empresa não conseguiram desenvolver o negócio e quando se chega a esse ponto, a parceria se torna inviável.

Temos a esperança que todos os investimentos vão ar certo. Nesse nosso segundo fundo, até o final do ano a esperança é de que todas as empresas darão certo. (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 2).

A FIR afirma que no processo de desinvestimento, quando não há mais entendimento e ela acredita que não alcançará mais um bom resultado, o fundo vende a sua participação para o empreendedor.

Mesmo se a FIR quiser sair da empresa, se não for aprovado pelo comitê, ela fica impossibilitada de sair, pois são os investidores que decidem. Admite que a deliberação de retirada é adotada pelo comitê externo do fundo, em que vários investidores têm assento. Para que haja o investimento é obrigatória a aprovação de 50% do comitê de desinvestimento. No

entanto conforme explica a FIR, qualquer desinvestimento tem que ser aprovado por $\frac{3}{4}$ desse comitê.

Tivemos uma participação em uma empresa que a gente vendeu a participação por um valor simbólico, só para oficializarmos que realmente saímos do negócio. Essa decisão tem que ser tomada pelo comitê do fundo. Qualquer desinvestimento tem que ser aprovado por $\frac{3}{4}$ desse comitê. Para você investir tem que ter mais de 50% de aprovação do comitê de investimento. Mas para sair do negócio tem que ser $\frac{3}{4}$ (FIR CAPITAL, 2014, entrevistado 1).

8 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Foi observado que o modelo de Governança criado pela FIR trouxe muitas características do Modelo Americano que não vai de encontro com a realidade das empresas brasileiras. Foi necessário readequar o modelo ao longo dos anos para adequá-la ao Brasil. As empresas americanas já passaram da fase de estruturação, organização e formalização.

Aqui no Brasil, tem-se um conjunto de ações que as empresas precisam fazer antes disso. As empresas não estão prontas para simplesmente os Fundos colocarem uma tecnologia absolutamente sofisticada dentro delas e elas darem uma arrancada. A pesquisa mostrou que possivelmente estas empresas possuem pendências de origem tributárias com os órgãos governamentais, sem acesso a capital, com problemas de estrutura societária e provavelmente ainda possuem problemas de conflitos internos. Todas estas questões precisam ser resolvidas antes da entrada de um fundo.

Foi observado que em nenhuma das empresas investidas, foi avaliado pelos gestores o real custo da governança ficando a cargo do executivo responsável pelo negócio a execução de todas as regras constantes no manual de governança recebido quando do recebimento do aporte. Apesar do apoio da FIR, a investidora não assume nenhuma execução das atividades dentro das empresas.

A pesquisa mostrou que o modelo de governança exigido pela *Fir Capital* para qualquer empresa investida é muito próximo do nível 2 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Que o manual de governança corporativa entregue para os investidores é um documento único com regras comuns para todas as empresas não se levando em conta o tamanho da empresa. As principais preocupações dos gestores das empresas investidas no primeiro momento do investimento são o recurso financeiro e o novo plano de negócio. Relataram que sempre tiveram a visão que processo de estruturação como algo muito bom para as empresas, mas ao longo da experiência, puderam perceber que este custo não é muito baixo. As empresas investidas precisam avaliar qual o nível de processo de estrutura de governança elas precisam assumir e compatibilizar com o tamanho e a capacidade do negócio.

Foi observado que os fundos procuram o Brasil para alocarem recursos financeiros por considerarem o ambiente empresarial complicado em fases anteriores a sofisticação tecnológica, que é onde os Fundos entra. A FIR se considera de uma forma arrogante, se achando absolutamente competente para resolverem estes problemas. Atua em todos dos setores da economia, onde as empresas precisam de controle, arrumação societária, governança sob o ponto de vista de mercado de capitais, acesso em internacionalização e tecnologia, independentemente dos setores onde estas empresas atuam.

Por fim, foi observado que somente na fase de *M&A*¹² (Aquisições e Fusões), processo que antecede o desinvestimento e acontece aproximadamente entre 7 a 10 anos depois do investimento é que as empresas investidas se conscientizam e percebem que aplicabilidade das Práticas de Governança, a adesão e cooperação dos gestores, as dificuldades de potencialização e a atuação do fundo na gestão financeira da empresa investida foram essenciais para o crescimento do negócio. O que pode causar um desconforto entre investidor e empresa investida.

¹² *M&A*- Processo multifacetado que depende do tipo de sociedades que se fundem.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo avaliar as políticas e práticas de GC aplicadas pelos fundos de investimentos e seus impactos nas empresas investidas. Todas as empresas estudadas foram investidas pelo Fundo de investimento Fundotec II - cuja gestora dos recursos aplicados é a *Fir Capital*. Tais métodos se tornaram essenciais no mercado financeiro após o escândalo da Enron e a sucessiva quebra da Nasdaq, incentivando a reestruturação dos modelos de GC aplicados às empresas. Este O trabalho visou a estudar uma forma de investimento e sociedade ainda pouco difundida no Brasil.

De acordo com a pesquisa realizada, as empresas entrevistadas optaram por reduzir a sua liberalidade para concretizar o investimento de VC, pois este demonstrava no período da negociação, mais satisfatório do que outros investimentos encontrados no mercado. O fato do Sistema de Financiamento brasileiro, responsável pelo desenvolvimento das empresas, ainda

está em uma fase de evolução, as empresas não conseguem alocar recursos privados ou estatais para seus projetos, sendo que uma das alternativas que lhes restam é o capital de risco — uma forma de investimento conhecida há muito tempo nos Estados Unidos, mas bem recente no Brasil.

O investidor de risco aplica dinheiro na empresa, torna-se sócio dela, valoriza-a no mercado, para, no futuro, vender sua participação, sendo este o método de trabalho da maioria dos fundos existentes no mundo. O que se pôde perceber no caso das empresas investidas, é que no primeiro momento o fator relevante que definiu a busca por um novo sócio foi a necessidade de recurso financeiro a um custo menor que as oferecidas pelos agentes financeiros tradicionais.

Após a entrada dos fundos foi verificado que maior nível de exigências relacionadas às práticas de GC, estruturadas no tripé da transparência, equidade e prestação de contas, como: **i)** Implantação de 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 informais semanal para esclarecimento de dúvidas e alinhamento das decisões estratégicas estabelecidos em reunião de conselho.

O estudo proposto mostrou que para haver um nivelamento entre as exigências propostas pelo Fundo e as expectativas dos empreendedores, o correto seria fazer um estudo juntamente com as empresas para identificar qual seria o nível de governança adotado e aplicado para cada tipo de negócio. Levando-se em consideração todas as variáveis daquele negócio.

O estudo mostrou que toda empresa precisa ter governança, mas é preciso que haja uma combinação da nova governança com o tamanho e capacidade da empresa. O processo de estruturação é algo muito bom para as empresas, porém requer cuidado e critério para sua implementação.

É sabido que este processo de profissionalização exige investimento financeiro alto para as empresas. Este custo perdura durante toda a permanência do Fundo no investimento. Foi observado que nem toda empresa investida estava preparada para assumir estes novos custos e tampouco queriam se indispor com o fundo.

Observamos que o investimento foi descentralizado em empresas de diversos seguimentos e tamanhos de estruturas, no entanto o Manual de Governança Corporativa adotado pelo Fundo é único e precisa ser adotada com igualdade para todas as empresas do portfólio. Observamos que no caso da *Fir Capital* é que, além da ajuda financeira, o fundo

também faz questão de participar da gestão da empresa investida. O Fundo definitivamente não entra em um negócio apenas com o aporte de capital. Está em sua regra: participar do negócio, como sócio que é estando presente em reuniões e verificando ativamente as estratégias que a empresa investida irá adotar.

A primeira premissa do contrato firmado entre FIR e investidores, antes de fecharem a sociedade, é que a empresa investida torne-se uma Sociedade Anônima (S/A). Com isso, a FIR passa a ter o direito voto e na empresa que necessariamente precisa seguir as leis de uma sociedade anônima. Apesar de a nova sociedade ser de capital fechado, ou seja, não tem obrigação de publicação de ações em bolsa de valores e tampouco enviar relatórios financeiros para a CVM. A empresa passa a ter um conselho de administração, ser obrigada a realizar reuniões em determinados períodos, enfim, seguir todas as regras básicas de governança corporativa. E, com a FIR obrigatoriamente tendo um membro no conselho da empresa, ela passa a acompanhar todos os seus passos de perto. Esse membro da FIR no conselho dá ao fundo o direito de veto, que, na maioria dos casos, necessita ter a votação unânime para ser aprovado.

O estudo também identificou que quando uma empresa é desinvestida normalmente ela volta a ser uma empresa LTDA. No entanto a transformação em S/A facilita as negociações no momento em que a FIR possa deixar a empresa. No momento em que desejar a FIR pode simplesmente deixar o negócio vendendo sua participação. Seja para um terceiro ou para os próprios empreendedores.

Notadamente, apesar da FIR não possuir o controle acionário de nenhuma empresa investida. A parceria é absoluta e a FIR acaba ditando as regras de negócio dentro das empresas investidas. Os executivos declaram que existe uma partilha societária entre fundo e empresa, ambos salientam que existe uma relação de parceria. Mesmo que reforcem que caminham juntos, com pensamentos e estratégias afinadas — tanto que o poder de veto nunca precisou ser utilizado — pôde-se perceber que existe uma grande influência por parte da FIR nas decisões a serem tomadas. Isso foi verificado quando as empresas investidas falaram sobre a *expertise* e *know how* da FIR no mercado e do trabalho de evangelização do *time* da FIR.

As empresas investidas declararam não ter aproveitado toda a *expertise* e *know how*, oferecidos pela FIR, mas disseram que o negócio está caminhando muito bem com atingimento de metas de faturamento de *Ebitda*. As investidas acreditam que o simples fato de se associarem à FIR já aumenta a sua chance de sucesso, não apenas pelo dinheiro investido, como também devido ao seu *networking* no meio nacional e internacional. Para as empresas, essa parceria lhes rende mais credibilidade no mercado.

Observamos que a FIR faz um acompanhamento macro das empresas investidas. As questões da operação do dia a dia ficam a cargo do CEO e seu corpo de executivos. O acompanhamento das empresas se faz por meio das reuniões de conselhos determinadas por uma sociedade anônima e através de relatórios que as investidas enviam para os conselheiros uma semana antes da reunião. Apesar da legislação da previsão legal destas reuniões precisarem ser trimestrais, a FIR assume que na faz estas reuniões mensalmente nas empresas investidas. Principalmente aquelas que demandam um acompanhamento maior. A FIR não interfere no andamento do projeto desenvolvido pelas investidas e tampouco na contratação ou demissão de empregados. Porém faz valer os números acordados quando da provação do orçamento acompanhando sua execução mensalmente. Quando existem desvios os números são justificados pelo presidente da empresa Investida.

O estudo mostrou que o quadro de funcionários aumentou em todas as empresas aportadas após a entrada do Fundo. Observamos que este aumento foi em virtude da criação dos departamentos financeiros que não existiam ou não atendiam os pré-requisitos da nova parceria. Observamos que houve um grande aumento no quadro técnico das empresas justificado pelo aumento no volume de produção. Apesar das empresas investidas mencionarem as questões burocráticas para se tornarem uma sociedade anônima, assumiram tiveram suas gestões melhoradas após a entrada da FIR. Apenas o fato de terem que ficar organizando relatórios para o fundo, prestando-lhe contas e realizando reuniões com maior frequência.

No estudo proposto, pôde verificar que a FIR é bem exigente para entrar em um projeto. Ela declarou que nunca aprovou um projeto de uma empresa que bateu na sua porta. Que todos os projetos aprovados foram indicados por ex-parceiros, empreendedores e escritórios de advocacia. Primeiramente, ela verifica toda a situação da empresa e pesquisa a fundo o projeto para saber se é viável ou não. Os valores pessoais dos sócios possuem peso dois na avaliação do novo negócio que conta com um conselho próprio formado dentro da FIR que define e vota o novo empreendedor.

Apesar de todas as exigências por parte da FIR, as empresas não apontaram pontos negativos na FIR. A empresa que esta passando pelo processo de desinvestimento apesar de ter apontado falha nas regras de governança e que FIR não correspondeu totalmente às expectativas no que tangeu ao processo de internacionalização, ressaltou que indicaria a FIR para outro parceiro de mercado.

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

Em suma, observamos que as práticas de GC, implantadas após o aporte dos fundos de PE, forneceram evidências de mudanças benéficas nas empresas, tornando-se essenciais para a concretização dos seus ideais.

9.1 Limitação e sugestões para pesquisas futuras

O estudo foi feito com as seis empresas investidas pela *Fir capital* de um recurso financeiro formado por Investidores Privados Institucionais cuja tese de investimentos é investir em empresas com diferencial competitivo e comparativo.

A limitação encontrada neste estudo consiste nas informações confidenciais. Por se tratar de um fundo de capital de risco, que investe em empresas de Belo Horizonte, Florianópolis, São Carlos, Rio de Janeiro, Brasília, Recife, Sul de Minas e Santa Catarina. Cada uma destas empresas assina um contrato distinto com a FIR. Estes contratos possuem diferentes tipos de cláusulas de confidencialidade e proibem que certas questões sejam divulgadas — muitas informações não podem ser divulgadas para não causar “mal-estar” entre a FIR e as empresas investidas.

Para pesquisas futuras, sugere-se pesquisar em outros fundos, já que o estudo apontou um aumento crescente dessas empresas no Brasil. Outra sugestão que seja estudado os casos de insucesso das empresas investidas por estes fundos. A maioria das pesquisas remetem-se aos casos de sucesso, pouco se sabe sobre os insucessos dos investimentos feitos por estes fundos. Outra sugestão como estudo futuros é tentar dimensionar quanto estes fundos cresceram nos últimos 10 anos no Brasil e em quais seguimentos da economia estão presentes.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Flávia Gribel de. **Governança Corporativa no Brasil**: criação de valor com base na gestão corporativa – um estudo de caso do setor de telecomunicações. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2001.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2006.

BAETA, A.; LARA, F; MELO V. Estratégia de inovação: o financiamento de Venture Capital. **Maestria, Revista do Centro Universitário de Sete Lagoas**, Sete Lagoas, 2008.

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BAUER, M. W.; GASKELL, N. C. **Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som**: um manual prático. Petrópolis: Vozes, 2002.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C.A **Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Tradução Dinah de Abreu Azevedo. Coleção os Economistas. São Paulo: Editora Abril, 1984. (Título Original: The Modern Corporation and Private Property, 1932.

BERNIER, L.; BOUCHARD, M.; LÉVESQUE, B. Attending to the general interest: new mechanisms for mediating between the individual collective and interest in Québec. **Annals of Public and Cooperative Economics**, New York, v. 74, n. 3, p. 321-348, Sept. 2003.

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas. 2014.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

_____. **BM&FBovespa a nova bolsa. 2014a.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 14 jan. de 2014.

BOVESPA. **Bovespa divulga balanço de 2007, 2008.** Disponível em: 15 <http://www.acionista.com.br/bovespa/040108_balanco_2007.htm>. Acesso em: 10 jan.2014.

CADBURY COMMITTEE. **The report of the committee on financial aspects of corporate governance.** Londres: Cadbury Committee, Dec.1992. Mimeografado.

CARRETEIRO, Ronald. Capital de risco. **Cadernos Universidade & Empresa**, Universidade Veiga de Almeida, Rio de Janeiro: fev. 2000.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. “ **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro** ”. São Paulo: Saraiva, 2006. 12 p.

CLARKSON, M.B.E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. **Academy of Management Review**, **Mississippi**, [S.l.] v.20, n.1, p.92-117, Jan. 1995.

CHANDLER, A.D. **The Visible Hand: the managerial revolution in American Business.** Cambridge: Harvard University Press, 1977.

_____. **Ensaio para uma teoria histórica da grande empresa.** [org Thomaz K. McCraw]. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1998. 342 p.

CRUZ, P. R. A. F. **Governança e gestão de redes na esfera pública municipal: o caso da rede de proteção à criança e ao adolescente em situação de risco para a violência em Curitiba.** 2006. 180 p. Dissertação (Mestrado em Administração Estratégica) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2006.

DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; ECL.LISTRANDA, A. E.; JONHNSON, J.; Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance. **Strategic Journal**, v.19, p,269-290, marc. 1998.

DAVIS, G. E.; THOMPSON, T. A. **A social movement perspective on corporate control**. Administrative Science Quarterly, v. 39, n. 1, p. 141-173, 1994.

FIGLIOLI, Aline; PORTO, Geciane Silveira; DELAI, Ivete. Interação universidade-empresa incubada: a importância na geração de vantagem competitiva e os papéis desempenhados pelas incubadoras de base tecnológica. In: SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO, LOGÍSTICA E OPERAÇÕES INTERNACIONAIS, 09. 2006, São Paulo. **Anais do IX Simpoi**. São Paulo: IX Simpoi, 2006.

GILLIAN,S;STARKS,L, Relationship Investing and Shareholders Activism by Institutional Investors, **Working paper, Austin**: University of Texas,1997.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p.309-326, out./dez. 2004.

GOMPERS,P.; LERNER, J. **The Venture Capital Cycle**. Cambridge: The MIT Press, 2002.

GARCIA, Felix Arthur. Governança corporativa. Trabalho de Conclusão de Curso, Instituto de Economia, Univ. Federal do Rio de Janeiro, 200. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>.

GOZZI. A. Onde está o capital empreendedor. **HSM**, Management Update, São Paulo, n.22, jul.2005.

HAPMAN, R. J. **Simple tools and techniques for enterprise risk management**. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd, 2006.

HUSSEY, J.; HUSSEY, R. **Business Research: A Practical Guide for Undergraduate and Postgraduate Students**. New York: Palgrave, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: out. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, 1976.

KLEIN, B. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1983.

LE GALÈS, P. **À chaque ville sa gouvernance**. Auxerre: Sciences Humaines, 2004. p. 34-40. (Hora-série, n. 44).

LETHBRIDGE, E. **Governança corporativa**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Dez. 1997. Disponível em: <www.bndespar.com.br/conhecimento/revista/rev809.pdf>. Acesso em: 10 Jan. 2014.
Lei n.6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976).

LODI, J. B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Henrique Cordeiro; ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. **Revista de Administração FEAD**, v. 2, n. 2, 2005.

MARCONI, M.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisa, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MARCHET, F. A. **Governança Corporativa e Eficiência das Organizações**. 101p. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.

MARSHALL, A. **Princípios de economia: Tratado Introdutório** v. 1, 2 ed., São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os Economistas).

MONKS, R. A.G.; MINOW, N. **Corporate governance**. Oxford: Blackwell, 2004.
NASCIMENTO, Auster. M.; BIANCHI, Márcia; TERRA, Paulo R. S. **A Controladoria como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa: Evidências de uma Survey comparativa entre Empresas de Capital Brasileiro e Norte-Americano**. *Revista da Associação Brasileira de Custos*, vol.2, n.2, mai-ago/2007.

NOBILI, C. B. **Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro**: uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Fama & French. Dissertação de Mestrado (Administração), COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

OECD. OECD Principles of Corporate Governance. Paris: **OECD**, 1999.

OCDE. Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Paris: **OCDE**, 2004. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>>. Acesso em 20 Nov. 2013.

_____. White paper on Corporate Governance in Latin America Paris: **OECD**, 2003. Disponível em:<www.oecd.org/dataoecd/25/2/189762.10.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2014.

_____.OECD Principles of Corporate Governance. Paris: **OECD**, 2004. Acesso em: 02 abr. 2014.

PROCOPIUCK, M.; FREY, K. Governança e redes em políticas de caráter público. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2008.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da; **Estruturas de governança e governança corporativa**: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 77, jul. 1999.

RIBEIRO, L. L. “**O Modelo Brasileiro de *Private Equity e Venture Capital***”. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2011.

ROTTA, Cláudio. **Governança Corporativa e as decisões de investimento**. 2004.Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: *Saint Paul Institute of Finance*, 2005.

_____. As duas faces do modelo brasileiro. **Revista Capital Aberto**, n. 73, p. 70-71, setembro, 2009.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. C.; FAMÁ, Rubens. **Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas** Brasileiras. In: 4º Encontro Brasileiro de Finanças, 2004, Rio de Janeiro, Anais... 2004.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: **padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, socialis moy democracia**. Madrid: 1968.

VIELAJUS, M.; SAUQUET, M. **Corporate responsibility in the multi-stakeholder collaboration in social Governance**. Disponível em: <<http://www.institut-gouvernance.org/fr/analyse/fiche-analyse-289.html> 26/>. Acesso em: 03 Maio. 2014.

SAHLMAN, W. "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations". **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, pp. 473-521, Oct. 1990.

XU, X. e WANG, Y. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm's Performance: the case of Chinese Stock Companies . In: **The World Bank**. Maio de 1997.

WAHAL, S. Pension Fund Activism and Firm Performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.31, n.1, p-1-2, mar.1996.

APÊNDICE

CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

BLOCO 1 - POSICIONAMENTO DA INVESTIDA: Atuação no Mercado atual x Expectativas Futuras x Percepção da investida

1. A qual setor a empresa pertence? Qual era a representatividade no mercado antes do investimento e no momento atual?
2. De que forma a empresa teve conhecimento da *Fir Capital* como financiadora de risco e o que motivou a escolha da mesma para a parceria?
3. Em que momento a empresa percebeu que estava na hora de buscar algumas alternativas para expandir o negócio? Essa mudança era necessária para garantir a sobrevivência da empresa? O que motivou a escolha da FIR Capital?
4. Quem tomou a iniciativa para o primeiro encontro sobre um possível negócio, a FIR ou a empresa?
5. Após o acerto da negociação, como foi feito o acerto formal? Foi assinado um contrato ou uma nova empresa foi constituída?

6. A empresa tinha o conhecimento sobre oportunidades de financiamento de capital de risco?
7. A empresa já conhecia o trabalho de parceria da *Fir Capital* em outras empresas do mesmo seguimento com obtenção de sucesso nas transações realizadas?
8. O que a empresa esperava da FIR quando se tornou sócia dela? As expectativas foram correspondidas?
9. Como é verificada a atuação da FIR para o sucesso de uma empresa?
10. Quais são os pontos positivos para a empresa em se associar a FIR? E os negativos?
11. Indicaria a parceria da FIR à outra empresa parceira de mercado?
12. A FIR cumpriu com todos os acordos de acionista?
13. Existe algum acordo formal em relação a prazos e à verba que foi investida?
14. Como ficou a porcentagem da FIR na empresa?
15. A direção da FIR mantinha reuniões com a empresa com qual frequência?
16. O montante investido pela FIR é depositado de uma única vez, ou parcelado? Caso seja parcelado, em quantas vezes?
17. A FIR tem acesso à aos relatórios gerenciais da empresa?
18. Quais foram às exigências da FIR para que o negócio fosse fechado?
19. A FIR ajuda na área técnica da empresa?
20. A FIR faz alguma promessa em relação a ganhos para a empresa?
21. Algum gestor da FIR tem conhecimento do dia-a-dia da empresa?
22. A empresa fez alguma exigência à FIR?

Bloco 2: MUDANÇAS ORGANIZACIONAIS PROMOVIDAS PÓS INVESTIMENTO

1. Quais foram as principais mudanças estratégicas e operacionais ocorreram nas empresas após se associar a um fundo de Investimentos em termos de:
 - a) Planejamento estratégico;
 - b) No que tange ao aperfeiçoamento do processo decisório? Houve alguma melhoria?
 - c) Indicadores Financeiros e Controle de custos.
 - d) Aperfeiçoamento da competência na gestão de conflitos;
 - e) No que tange às políticas de benefícios adotadas anteriormente, houve alguma melhoria?

2. Há alguma melhoria no relacionamento da empresa com o meio em que ela está inserida (Imagem de mercado, parcerias com fornecedores, facilidades na obtenção de recursos financeiros, clusters)?
3. Em relação à estratégia empresarial, a Gestora dos Fundos é responsável por direcionar a empresa nos caminhos que ela iria seguir?
4. Existem trocas de informações com outras empresas também Financiadas pela Gestora de Fundos, neste caso a FIR Capital?
5. Normalmente existe aumento no quadro de funcionários após o fechamento da parceria com um Fundo de Investimentos?
6. Sobre a Gestão, quais foram os principais ganhos para a empresa após a parceria?
7. Sob o ponto de vista do negócio, qual era a maior preocupação dos fundadores?
8. Qual a atuação da Gestora (FIR) no que tange o acompanhamento do investimento? Com que frequência são as reuniões de Conselho?
9. Com que frequência à empresa obrigatoriamente necessita prestar contas à Gestora dos Fundos? Que tipos de relatórios são exigidos pelos Fundos e com qual periodicidade são enviados pelas investidas?
10. A Gestora dos Fundos, normalmente colocam algum funcionário dela para acompanhar as atividades da empresa *in loco*?
11. Além do recurso financeiro aplicado na sua empresa, o que mais as Gestoras dos Fundos agregou de valor no negócio?
12. Sob a ótica das Práticas de Governança, qual o nível de transparência adotado pelos Gestores dos Fundos (*Fir Capital*) quando do investimento?
13. No período de participação na gestão, existe alguma imposição por parte dos Gestores dos Fundos quanto à gestão operacional do negócio? Quais?

Bloco 3 – POSICIONAMENTO DO INVESTIDOR

1. Quais são os Investidores que a *Fir Capital* Representa?
2. Habitualmente, qual é a faixa de percentuais que os fundos representam dentro das empresas?
3. Como os Fundos identificam os eventuais parceiros e quais são os critérios de avaliação? Existe alguma preferência quanto ao seguimento e ou representatividade no mercado?

4. Atualmente quais os principais setores investidos pela FIR? Existe alguma expectativa de expansão destes investimentos para outros setores?
5. Como é avaliado um eventual parceiro? Indicadores financeiros? Pré-auditorias?
6. Como as Gestoras dos fundos acompanham o desempenho dos parceiros?
7. Os Fundos disponibilizam algum manual de Governança Corporativa que orienta as ações dos parceiros?
8. Os parceiros são informados sobre as exigências das praticas de Governança exigida pelos fundos?
9. Como as Gestoras dos fundos controlam a alocação de recursos aplicada nos parceiro?
10. Quais as exigências de aperfeiçoamento gerencial que são exigidas pelos Gestores dos fundos? É firmado algum Contrato de Financiamentos de risco?
11. Geralmente, as gestoras procuram as empresas com o desejo de firmar uma parceria, ou ela é procurada?
12. Qual a representatividade da FIR no mercado de investidores nacional, e no mercado internacional?