

# O Relacionamento entre Gestores de Capital de Risco e empreendedores na profissionalização de empresas de alta tecnologia

Silvia Satiko Onoyama<sup>1</sup>

Marco Antônio Costa de Freitas<sup>2</sup>

Walter Romano Curi<sup>3</sup>

Francisco Vidal Barbosa<sup>4</sup>

## Resumo

Sob a ótica do exercício de inovar, difunde-se a criação de empresas de alta tecnologia, fomentada por uma política consistente de financiamento. Na procura pelo apoio de capital de terceiros, uma das modalidades que está sendo explorada no estímulo à inovação é o capital de risco ou *Venture Capital*, pois este ultrapassa as barreiras tradicionais dos outros modos de financiamento, ao encaminhar a empresa para uma maior organização, profissionalização da gestão, criação e melhoria de processos de desenvolvimento gerencial e produtivo.. Também é usual entre as empresas investidoras a busca do aumento de valor agregado do negócio das empresas investidas por elas, introduzindo assim, potenciais clientes, parceiros e novos investidores. Nesse contexto, este artigo procurou investigar a atuação dos gestores de *Venture Capital* nas atividades das novas empresas buscando a sua profissionalização, tendo como intuito obter a visão da natureza desse processo. O trabalho apresenta um estudo de caso, inserido no âmbito qualitativo descritivo, tendo como unidades de análises uma empresa de *Venture Capital* e quatro empresas de seu *portfolio*, sendo duas nascentes e duas iniciantes. Os dados foram coletados através de análise dos documentos internos, observação e entrevistas semi-estruturadas com os gestores das cinco empresas, sendo analisados pela técnica da análise de conteúdo. Em uma avaliação das informações coletadas, observou-se um forte apoio gerencial e estrutural da *Venture Capital* nas empresas nascentes, já nas empresas iniciantes, dotadas de uma estrutura organizacional definida, o suporte é em nível estratégico. Constatou-se também que a percepção dos representantes das empresas do *portfolio* é de que a interação com a *Venture Capital* é uma parceria construtiva, pois este assume um papel de consultor externo não interferindo no dia a dia da empresa.

## 1. Introdução

O aumento da competitividade e do crescimento econômico de um país está atrelado ao estímulo à inovação. A busca pela criação de empresas inovadoras de alto teor tecnológico requer uma política consistente de financiamento. De acordo com Botelho *et al.* (2003), muitas

---

<sup>1</sup> [sso@cepead.face.ufmg.br](mailto:sso@cepead.face.ufmg.br)

<sup>2</sup> [macf@cepead.face.ufmg.br](mailto:macf@cepead.face.ufmg.br)

<sup>3</sup> [wrc@cepead.face.ufmg.br](mailto:wrc@cepead.face.ufmg.br)

<sup>4</sup> [fbarbosa@face.ufmg.br](mailto:fbarbosa@face.ufmg.br)

destas empresas estão buscando apoio de recursos privados de terceiros na modalidade de capital de risco, *Venture Capital*- VC ou também chamado capital empreendedor.

Para Kenny (2000) e Fried *et al.* (1998), o VC é conhecido nos Estados Unidos como um dos instrumentos mais importantes de estímulo à promoção da inovação, tendo sido a mola propulsora da criação de empresas de base tecnológica como Amazon, American Online, Apple Computer, Compaq, Netscape e Yahoo, além de empresas de outros setores, como biotecnologia e semicondutores. No Brasil, o debate em torno do financiamento de empresas de base tecnológica ampliou-se na segunda metade dos anos 90 e começou a se consolidar com o aumento da oferta de capital de risco, atingindo um total de quarenta fundos em 2001, o maior número registrado na história do país até aquele momento (PAVANI, 2003).

A modalidade do capital de risco ultrapassa as barreiras tradicionais dos outros modos de financiamento. Segundo Pavani (2003), o benefício propiciado extrapola o simples aporte de capital, pois os investidores direcionam a empresa para uma maior organização, profissionalização da gestão e criação de processos. Também é usual entre as empresas investidoras a busca de agregação de valor ao negócio das empresas investidas, orientando o negócio para as melhores oportunidades de mercado, através da introdução de potenciais clientes, parceiros estratégicos e novos investidores.

Como se dá o processo de captação de novos negócios? Qual o papel da *Venture Capital* na profissionalização das investidas? Quais são alguns dos tópicos relevantes para o sucesso da parceria da VC com suas investidas? Este artigo pretende responder estas questões através de uma pesquisa realizada com uma empresa que gere um fundo *de VC* e seu *portfolio*, constituído de empresas do setor de biotecnologia e de tecnologia da informação.

## **2. Referencial Teórico**

O referencial teórico do presente estudo foi desenvolvido considerando duas perspectivas: VC e o relacionamento entre os *Venture Capitalists* (VCs) e os empreendedores. Na primeira abordagem, são detalhados os aspectos conceituais, bem como o desenvolvimento do VC no mercado. Em seguida, elucidou-se a materialização da interferência do investidor, seu possível relacionamento com os desempenhos estratégico e operacional e a presença de conflitos entre os atores.

### **2.1 Venture Capital**

Segundo Schumpeter (1939), o empreendedorismo é um processo de destruição criativa em que produtos e métodos de produção existentes vêm a ser destruídos e substituídos por outros novos para a descoberta e exploração de oportunidades lucrativas. Ao desenvolver uma idéia inovativa que se converte na criação de um negócio, o empreendedor reflete o seu desejo de obtenção de sucesso no longo prazo. Da concepção do negócio até a sua operacionalização e maturidade, uma empresa passa por diversos estágios. Conforme Bygrave e Timmons (1992) *apud* Pavani (2003), a empresa inicia-se como uma semente, estágio em que há a idéia do negócio aliada a atividades de pesquisa e desenvolvimento a serem desenvolvidas. Depois o negócio passa pela fase *start-up*, na qual a empresa finaliza o desenvolvimento e busca os primeiros clientes para utilizar seus produtos e serviços. Segue-se então com as fases estágio inicial, expansão e por último a maturidade, na qual a empresa já conquistou uma carteira de clientes e possui uma posição de mercado mais estável.

Talvez o maior desafio enfrentado por novos empreendimentos para a sua consecução e futuro desenvolvimento é a política de financiamento, *fundings*, de que ele irá se valer para garantir os recursos necessários para a sua instalação como empresa e sua futura maturidade. Uma idéia inovadora pode ser resultante de um grande esforço de criatividade com enorme potencial de geração de riquezas econômicas e sociais, mas nada acontecerá caso não seja materializado em um empreendimento concreto, uma empresa comercial, por exemplo. Porém a grande dificuldade para a geração desse empreendimento, sua materialização e desenvolvimento futuro é a necessidade de capital para o seu financiamento.

Entre as modalidades existentes de financiamento de um empreendimento emergente estão, além dos recursos pessoais do empreendedor, os empréstimos de pessoas físicas (investidores privados ou "*angels*") que aportam suas poupanças àquele empreendimento na esperança de obterem retornos de ganhos de capital mais elevados do que os obtidos no mercado de títulos e capitais ou no mercado imobiliário, etc. Outras modalidades são as linhas de crédito oriundas dos bancos comerciais ou bancos de desenvolvimento. São normalmente linhas de difícil acesso: nos bancos de desenvolvimento são exigidos projetos de produtos e planos de negócios de difícil execução para um postulante a empreendedor, que muitas vezes não domina os aspectos financeiros, de marketing e comerciais requeridos nos planos de negócios que necessariamente deverão ser apresentados para obtenção do financiamento, além das questões burocráticas que levam a demoras muitas vezes cruciais para o novo empreendimento, principalmente naqueles de inovação tecnológica onde o fator tempo é primordial.

Os bancos comerciais também exigem a apresentação do plano de negócios, mas a liberação do financiamento ou empréstimo está basicamente associada a apresentação de garantias para cobertura do risco inerente ao negócio. O empreendedor que deseja começar um negócio dificilmente estará em condições de oferecer essas garantias exigidas pelas instituições bancárias, as quais podem ser ações ou títulos negociáveis, bens imobiliários, máquinas e equipamentos, estoques e até contas a receber em alguns casos (contratos futuros, por exemplo) e, mesmo que esteja apto a fornecer alguma destas garantias, deverá conhecer as importantes diferenças existentes entre os bancos, segundo Weston e Brigham (2000). Para esses autores os bancos têm políticas diferentes em relação ao risco sendo uns mais e outros menos conservadores. Há bancos que possuem departamentos especializados para realizar empréstimos a empresas nas quais se acredita em sua viabilidade e perspectiva de crescimento e que se tornarão, assim, potenciais clientes lucrativos. Mas o novo empreendedor sempre irá esbarrar na questão das garantias.

Outro modo de financiamento usualmente utilizado é o *factoring*, ou venda de contas a receber. Esta modalidade só pode ser empregada por empresas já em estágio operacional que detêm algum nível de faturamento a prazo que possa ser entregue em garantia a um empréstimo tomado, funciona na realidade como uma venda de recebíveis futuros que são descontados por uma taxa acordada entre as partes. Logicamente esta modalidade não é adequada ao financiamento de novos empreendimentos por estes não terem ainda iniciado suas atividades mercantis, muito embora seja utilizada em larga escala por pequenas empresas que constatarem que para crescer precisam oferecer crédito a seus clientes (WESTON & BRIGHAM, 2000, p.503).

Porém, segundo Guirrieri e Tylecote (1997) *apud* Botelho, Rossi e Freitas (2003) o meio mais adequado para o fornecimento de capital para as empresas inovadoras é o *Venture Capital*

(inadequadamente traduzido no Brasil para Capital de Risco), que além do investimento monetário também fornece *expertise* empresarial para as empresas inovadoras, sendo os EUA o berço desta modalidade de financiamento.

*Venture Capital* é definido por Kenny (2000, p. 2) como: "uma forma especializada de se prover suporte financeiro a pequenas companhias privadas que se julga terem o potencial para rápido crescimento". O objetivo dos *venture capitalists* ao financiar uma empresa é obter ganhos, muito acima de seu investimento inicial, alguns anos à frente mesmo sabendo-se que toda atividade empresarial é uma atividade de risco, sendo então o retorno esperado do investimento proporcional ao grau de risco que é percebido. Os *venture capitalists* investem em participação acionária na forma de ações ordinárias ou preferenciais, debêntures (títulos de dívida de longo prazo) conversíveis em ações, ou outros instrumentos financeiros conversíveis em ações no momento futuro da venda da empresa que usualmente é feito através de fusões ou participação acionária.

Segundo Kenny (2000), os modelos organizacionais formais do *Venture Capital* variam no tempo e muito embora a empresa de VC independente e privada seja a forma organizacional dominante desde 1980, este não é o único modelo formal existente. Instituições financeiras como bancos privados (nos EUA através do uso de empresas de investimento em pequenos negócios), corporações industriais, fundações familiares e fundos públicos de negócios e de investimento têm sido importantes veículos de VC, notadamente nos EUA onde, ainda segundo o autor citado, o VC se transformou em importante parte do sistema nacional de inovação tecnológica, ao investir e orientar empresas de base tecnológica. Segundo Botelho, Rossi e Freitas (2003), o grau de desenvolvimento e abrangência do mercado de capitais nos EUA está na origem do sucesso da atividade de VC naquele país.

Na empresa privada os *venture capitalists* administram fundos, que podem variar em número, nos quais eles são majoritários em relação a eventuais investidores agregados. Estes outros investidores que entram compondo participações no(s) fundo(s) podem ser outros fundos (por exemplo, fundos de pensão), fundações, corporações, financistas particulares, instituições mistas público-privadas, etc. Normalmente os fundos assim criados possuem tempo de vida determinado por legislação própria de cada país, em média durando de sete a dez anos, sendo que nos últimos anos os parceiros realizam seus ganhos sobre os montantes investidos através, usualmente, da venda de suas participações na empresa. Em uma carteira de capital de risco os empreendimentos que gerarem alto retorno irão contrabalançar os investimentos em empreendimentos que obtiverem pouco ou nenhum sucesso.

Aliado ao financiamento de novos empreendimentos as empresas de VC também participam ativamente dos processos de gestão do novo empreendimento, pois o empreendedor, na maioria dos casos, não possui a *expertise* necessária para uma administração eficiente e eficaz do negócio. A empresa de VC propicia assessoria gerencial ao novo empreendimento, quando não intervêm diretamente em sua administração. Botelho, Rossi e Freitas (2003, p. 7) ressaltam que: "o capitalista de risco aporta à empresa, todavia, mais do que capital, na medida em que auxilia na gestão administrativa e financeira, na definição de estratégias e no recrutamento da equipe de administradores", ou seja, agregam experiência empresarial ao negócio.

## **2.2 Relacionamento entre gestores do *Venture Capital* e empreendedores**

Considerando a natureza da transação, os gestores de VC ultrapassam as barreiras dos investimentos tradicionais, agregam valor às empresas do *portfolio*, por serem detentores de uma parcela destas. Na etapa de operações de VC, após ter passado pelos processos de captação das idéias, prospecção, seleção, análise e investimento do plano de negócio, o investidor acompanha as empresas de seu *portfolio*, às vezes interferindo nos negócios (PAVANI, 2003).

Segundo Arthurs e Busenitz (2003), a teoria da agência emergiu como a teoria dominante na explicação do relacionamento entre os *venture capitalists* e o empreendedor. Este relacionamento se inicia no momento em que o empreendedor procura o *venture capitalist* para o financiamento de um novo empreendimento e, para a teoria da agência, pode aparecer entre ambos um problema de agenciamento como resultado de objetivos e interesses diferentes e preferências distintas por riscos potenciais. Ao não haver alinhamento entre os dois atores ocorrerá o surgimento de um comportamento maximizador da função utilidade individual com o empreendedor adotando um comportamento oportunista, por exemplo, tentando exagerar os méritos e a viabilidade do empreendimento (LEVY e LAZAROVICH-PORAT, *apud* ARTHURS e BUSENITZ, 2003), com o objetivo de obtenção de termos de financiamento mais favoráveis ou uma alegação de maiores conhecimentos sobre a tecnologia envolvida no empreendimento do que na verdade possui.

Para Arthurs e Busenitz (2003), a teoria da agência salienta que é importante para o detentor do capital a criação de mecanismos de monitoramento do agente (empreendedor) para se excluir ou mesmo evitar qualquer problema de agenciamento, monitoramento este aliado ao oferecimento de incentivos ao agente para que se evite o comportamento maximizador da função utilidade individual em lugar da maximização da função utilidade econômica do empreendimento, o que poderá levar o agente a agir apenas em nome de seus interesses particulares.

De acordo com Kenny (2000), os gestores de VC monitoram ativamente o progresso da empresa, além de dar assistência no âmbito gerencial, que implica no aconselhamento das decisões estratégicas mais importantes, recrutamento de pessoas-chave, prover serviços legais, bancários e outros. Também se cria uma percepção positiva no investimento de pequenas empresas, convencendo assim, clientes e fornecedores na viabilidade e confiabilidade de empresas *start-ups*.

Para Pavani (2003) o acompanhamento no negócio se materializa em ações, que podem ser, por exemplo:

- Indicação de diretores, em geral do diretor financeiro e do diretor presidente;
- Indicação de profissionais da gerência média;
- Indicação de empresas prestadoras de serviços, como empresas de contabilidade, de auditoria, de consultoria em recursos humanos e gestão;
- Participação no conselho de administração como conselheiro ou observador;
- Aprovação em orçamentos;
- Participação no planejamento estratégico;
- Aprovação de mudanças estratégicas;
- Aprovação de parcerias.

As atividades dos gestores no auxílio a carteira de *portfolio* obedecem algumas variáveis, que segundo Fried, *et al.* (1998) elas englobam a qualidade da representação interna da empresa,

tamanho da diretoria e porcentagem de ações das empresas investidas, justificadas também pelas pesquisas de Barney et Al (1996) e Hellman e Puri (2000) ao obterem indícios de que a estrutura organizacional da empresa também interfere no grau de relacionamento. Além disso, Barney, *et al.* (1996) comprovaram que o grau de inovação das empresas *start-up* delinea o grau de assistência operacional administrativa, já que em estas faltam competências e habilidades necessárias na esfera do marketing, na escolha dos fornecedores, na captação de clientes e nas decisões gerenciais. Sendo assim, a atuação de *Venture Capital* é marcante em empresas que são tecnologicamente orientadas, envolve uma complexidade alta e incertezas.

Esta característica de acompanhamento e interferência no negócio é apontada como a que aumenta a probabilidade de sucesso de um empreendimento que recebeu capital empreendedor, comparado a outros que não receberam (PAVANI, 2003). Trabalhos de Zahra e Pearce (1989) e Baysinger, Kosnik e Turk (1991) relacionam a interferência como um impacto positivo no desempenho da firma (BARNEY, *et al.*, 1996). Entretanto, para Barney et Al (1996) em sua pesquisa, sob o aporte teórico de Macmillan, *et al.* (1989), concluíram que há relação fraca entre a interferência dos gestores de *Venture Capital* e o desempenho estratégico e operacional das empresas.

Na mesma linha de pensamento, Fried, *et al.* (1998), com influência de Sapienza e Gupta (1994), não verificaram uma relação entre essas duas variáveis. Uma crítica a pesquisa de Barney, *et al.* (1996) é que o desempenho é mensurado envolvendo somente o faturamento presente, levando os autores a suspeitarem de que a relação entre os atores é um importante antecedente no desempenho futuro das empresas. O desempenho das empresas de acordo com Fried, *et al.* (1998) é de caráter subjetivo, salientando a relatividade comparativa com outras empresas do mesmo setor. Fazem-se necessários mais estudos sobre a relação entre o desempenho e a interferência do gestor em empresas no intuito de elucidar este fenômeno social e organizacional.

Deakins, *et al.* (2000) concluíram que diretores externos designados por *venture capitalists* a atuarem junto às pequenas empresas por eles financiadas de fato agregam valor ao crescimento do empreendimento. Esses diretores atuam mais do que simplesmente exercendo funções de monitoramento, sua função principal nas pequenas empresas empreendedoras em crescimento seria a de um conselheiro: "... guiando e aconselhando o empreendedor em importantes decisões estratégicas e tendo um importante papel no processo de planejamento estratégico da empresa" (DEAKINS, *et al.* p.125). Para Kaplan e Strömberg (2001) o monitoramento e aconselhamento pós-investimento são uma forma de se reduzir conflitos de agenciamento entre o principal (*venture capitalist*) e o agente (empreendedor).

Um outro aspecto importante no relacionamento desses atores é a presença de conflitos. Gorman (1989) enfatiza que os investidores e os empreendedores não encaram o relacionamento como parceria, principalmente quando há indícios de fracasso causando divergência entre os interesses de ambas as partes. O empreendedor tenta salvar a empresa, para manter o sonho da criação de seu negócio vivo. Por outro lado, a empresa de *Venture Capital* tende a preservar o valor do investimento do capital e a maximização do retorno. Hellman e Puri (2000) encontraram indícios de conflitos entre os investidores e os empreendedores, principalmente quando há necessidade de troca do presidente da empresa financiada. O sentimento de posse do empreendedor é forte mesmo sabendo que sua capacidade gerencial fica aquém do esperado.

O empreendedor nem sempre consegue fazer a transição de fundador da empresa para a de seu administrador. Hellmann e Puri (2002) salientam que, enquanto os fundadores são adequados para as fases iniciais do empreendimento, eles nem sempre conseguem se transformar em seus gestores e que é interessante se trazer de fora da empresa um “outsider” para ocupar a posição de presidência (CEO), na medida em que a empresa cresce. Para estes autores isto acarreta uma significativa elevação do grau de profissionalização da empresa, porém essa etapa de transição não é feita de forma simples podendo haver sérias divergências entre os atores na escolha do novo presidente ou gestor. Há que se lidar com os conflitos de interesses contrários do empreendedor e os dos *venture capitalists*, pois os empreendedores desejam maximizar seus benefícios próprios, que podem incluir outros além da pura lucratividade da empresa, e os *venture capitalists* estão mais interessados na maximização do valor de sua participação (acionária ou não) na empresa.

Hellmann (1998) *apud* Hellmann e Puri (2002) mostra que o problema de conflitos de agenciamento na escolha de um novo gestor pode ser resolvido por contratos eficientes entre as partes que dão aos *venture capitalists* o poder de decisão na contratação de um presidente ou gestor externo (“outside CEO”).

### 3. Metodologia

Esse artigo surge de uma pesquisa qualitativa-descritiva, fundamentada em um estudo de caso, no intuito de investigar fenômenos contemporâneos de natureza social, organizacional ou individual, inseridos em seu contexto real, permitindo uma visão significativa e abrangente dos mesmos (YIN, 2001).

Este estudo procurou analisar o relacionamento entre a empresa de *Venture Capital* e as empresas de seu *portfolio* na busca da profissionalização delas. Para tanto, uma empresa de *Venture Capital* e quatro empresas de seu *portfolio*, sendo duas start-up e duas sementes, foram escolhidas como unidades de análise.

A coleta de dados fundamentou-se numa pesquisa bibliográfica abrangente e na análise de material específico sobre *Venture Capital* e sua atuação na profissionalização das empresas. Na coleta de dados, devido à natureza deste trabalho, decidiu-se utilizar a observação livre, a entrevista semi-estruturada e a análise documental-, por sua complementaridade neste caso. A coleta de dados foi realizada no período de dezembro de 2004 a abril de 2005. As observações foram realizadas nas visitas às empresas, em momentos distintos para propiciarem visões distintas do fenômeno. As anotações de campo registraram comportamentos, ações, atitudes, diálogos além das circunstâncias físicas e dos próprios sujeitos envolvidos. Nas entrevistas buscou-se entrevistar um gestor da empresa de *Venture Capital* e os quatro dirigentes das empresas do *portfolio*, para *a posteriori* analisar as diferenças de percepções sobre o fenômeno.

Os roteiros de entrevistas - uma para o gestor da *Venture Capital* e outra para os dirigentes das empresas - foram elaborados a partir dos estudos de Barney et al. (1996), Gorman e Sahlman (1989), Hellman e Puri (2001) e Fried, Bruton e Hisrich (1998), fundamentados no objetivo da pesquisa, os quais serviram de guia para as entrevistas pessoais (YIN, 2001). As entrevistas foram caracterizadas como semi-estruturadas e focadas, por utilizar roteiros como estruturas dos principais pontos a serem levantados e por estarem orientadas previamente para um foco estabelecido.

Complementando a coleta de dados, a análise documental buscou-se ratificar as informações colhidas através de outros métodos - observações e entrevistas. Foram verificados documentos internos relativos aos relatórios contábeis-financeiros e informações institucionais das empresas.

Os dados coletados permitiram uma descrição detalhada do fenômeno, ao obter a análise do processo de profissionalização das empresas, através do apoio financeiro e de outras esferas, tais como gerencial, relacionamento, mercadológica da *Venture Capital*. Tanto as entrevistas quanto os documentos foram analisados pela técnica de análise de conteúdo de Bardin (1977).

As limitações desta pesquisa são usualmente associadas à metodologia de estudo de caso (YIN, 2001). Os resultados apresentados devem ser avaliados dentro dos limites das empresas aqui discutidas e não podem ser generalizados para outras empresas de *Venture Capital* ou contexto.

## **4. Resultados e Discussão**

Os resultados obtidos na pesquisa estão apresentados nos tópicos seguintes. Primeiramente apresenta-se o panorama da empresa de *Venture Capital*, seguido da caracterização das empresas de seu *portfolio*, no intuito de permitir uma avaliação do ambiente no qual a pesquisa foi realizada. Logo após, é mostrado o processo de seleção das empresas pelo investidor e no último tópico são apresentadas as percepções dos entrevistados e também as informações documentais obtidas sobre o relacionamento entre *Venture Capitalist* e empreendedor na profissionalização das empresas.

### **4.1 Caracterização da empresa de *Venture Capital***

A história da empresa de *Venture Capital* (esta solicitou que sua identidade não fosse divulgada) começou no final da década de 90, quando um dos sócios, ex-dirigente de uma grande empresa da área de biotecnologia, se interessou pela área de investimentos em empresas de biotecnologia e tecnologia da informação. Ele estava sendo procurado por pessoas que queriam investir com ele em determinadas empresas, e a partir disso surgiu a idéia de montar um fundo de capital de risco. Para montagem do negocio, entrou em contato com um experiente profissional do setor financeiro, que se tornou também sócio-fundador da empresa, para dar o aporte financeiro- técnico do negócio.

Inicialmente o fundo era baseado em recursos próprios, pois o processo de captação de investimentos não é fácil, já que de acordo com um dos gestores da empresa, no Brasil não há recursos para capital de risco em abundância. O primeiro fundo com um grupo diversificado de investidores – incluindo até investimento estrangeiro – foi criado em 2001, com um aporte total de 22 milhões de reais. Uma parcela dos investidores do fundo corresponde a empresários que, além de buscar retorno financeiro acima da média de mercado, também vêem como vantagem o acesso a novas tecnologias. Em 2004, o fundo obteve uma nova rodada de investimentos em torno de 29,8 milhões de reais.

No intuito de fomentar a inovação em setores estratégicos, o fundo investe num *portfolio* de mais de 12 empresas - nas fases *start-up* e sementes - dos setores de biotecnologia e tecnologia da informação.



A empresa tem como objetivo agregar valor a seus investimentos além do capital investido, através de uma gestão especializada e da sua rede de contatos locais e internacionais. Além disso, segue uma filosofia de criar sinergia entre as empresas que fazem parte de seu *portfolho*, sem criar dependência entre elas. Esse apoio favorece a criação de economias de escala, gestão integrada, complementaridade tecnológica e alavancagem mercadológica entre os empreendimentos.

#### **4.2 Caracterização das quatro empresas do *portfolho* da VC**

A empresa Alfa é uma empresa de desenvolvimento de drogas com foco em oncologia. Sua história está associada à formação técnica do empreendedor. O dirigente da empresa é médico, com dois pós-doutorados nos Estados Unidos em pesquisa de vacina contra o câncer e oncologia experimental no desenvolvimento de novas drogas. Depois dessa formação, o empreendedor voltou ao Brasil no intuito de montar uma empresa de biotecnologia para validação de produtos. Através do investimento do capital de risco, nasceu assim a Alfa, uma empresa semente que tem como objetivo auxiliar companhias farmacêuticas, de biotecnologia, de produtos médicos e de desenvolvimento de novos fármacos no processo de validação de medicamentos. Os serviços integrados oferecidos englobam recrutamento de pacientes e pesquisadores, planejamento de estudo clínico, revisão e desenho de protocolo, planejamento de banco de dados, entrada e verificação de dados, análise estatística e geração de relatórios de pesquisa clínica para diminuir riscos e acelerar o lançamento de medicamentos no mercado. Para ofertar os serviços, a empresa está investindo valor expressivo no laboratório para ter a competência e tecnologia sob modelo de parceria público-privado, já que terá o laboratório dentro do hospital de uma Universidade Federal.

A empresa Beta é uma empresa resultante da cisão da divisão de diagnósticos de uma empresa de biotecnologia em dezembro de 2003. Ela entrou em operação no mercado em janeiro de 2004 com investimento do fundo de capital de risco, de uma fundação e investidores privados. Ela continuou com a mesma equipe de colaboradores, fornecedores e distribuidores da antiga empresa de biotecnologia. Os produtos oferecidos pela empresa englobam diagnóstico clínico e meios de cultura industriais. Em parceria com outras empresas, a beta fornece kits e reagentes para identificação genética humana por DNA, além de síntese de DNA por encomenda e produtos bio-farmacêuticos e de ciências da vida.

A empresa Gama é do segmento de biotecnologia, e sua principal característica é ser *spin-off* de uma empresa de Ribeirão Preto. O empreendedor é médico com pós-doutorado em genética e a idéia do negócio nasceu a partir de uma dissertação de mestrado sob sua orientação. A partir do investimento do fundo surgiu a empresa Gama, cuja missão é transformar o conhecimento da genética em produtos e processos que atendam às demandas do mercado. O foco da empresa é o aumento da produtividade e competitividade na bovinocultura, através do melhoramento genético dos rebanhos. Propiciam-se ganhos de produtividade nos rebanhos dos clientes, através do aumento da eficiência metabólica e ganhos de qualidade através de uma seleção assistida por marcadores moleculares que busca no DNA de cada animal as informações genéticas de interesse para a seleção.

A empresa Zeta é do segmento de tecnologia da informação e foi criada em 1996. Originalmente tinha cinco sócios e hoje tem dois, ambos com formação técnica na área de

computação. No seu foco inicial, os serviços prestados eram em desenvolvimento de sistemas sob encomenda para clientes. Em 2000, criou-se uma nova empresa especializada em computação móvel, no intuito de oferecer aplicações para automação de postos de vendas. Em 2001, a empresa Zeta tornou-se uma S.A. para receber os investimentos do fundo da empresa de *Venture Capital*. A empresa de computação móvel enquadrou-se como uma das subsidiárias da Zeta. Agora, em 2005, outra subsidiária será efetivada com participação do departamento de ciências da computação de uma Universidade federal, terá como plataforma serviços voltados para soluções para o software aberto Linux.

#### **4.3 O processo de captação de novas empresas para o *portfolio* de investimento**

O processo de captação de novas empresas para o fundo de investimento é iniciado com a seleção das idéias. Atualmente há uma oferta de vinte a trinta projetos por mês. Buscam-se também projetos através das palestras feitas em universidades e da rede de relacionamento de um dos sócio-fundadores, além da parceria firmada com o departamento de ciência da computação de uma universidade federal. O fundo tem o apoio técnico de dois pesquisadores da área de tecnologia da informação do Departamento de Ciência da Computação, além de um executivo técnico da área de biotecnologia para a triagem das idéias. Passada a primeira etapa, segue-se com a avaliação do plano de negócios. Levam-se de dois a três meses para a sua aprovação. Quando o empreendedor não tem um plano de negócios, o fundo dá subsídios ou indica algum consultor para auxiliar na sua elaboração. O fundo tem um comitê de investimentos para analisar os projetos e o empreendedor terá o seu espaço para defender sua idéia diante deste comitê.

Ao fim desta fase, se a empresa já tiver uma estrutura organizacional, ela passa pelo crivo da *due diligence*. Uma equipe do fundo irá fazer uma varredura nos aspectos financeiro, tributário e estrutural para confirmar a veracidade do que foi relatado no plano de negócios. Segundo um dos gestores do fundo, essa etapa foi acoplada ao processo depois de algum tempo, para evitar problemas posteriores. O resultado do *due diligence* é levado ao comitê e este dá o aval do investimento.

Após a aprovação do investimento, inicia-se a etapa de *adding value*. O fundo designa duas pessoas para acompanhar a empresa, um é o analista do fundo e o outro é o *controller*. O analista acompanha o empresário nas decisões mais importantes, tais como contratos e relatórios; já o *controller* assessora as informações contábeis e financeiras de cada empresa. Relatórios contábeis e financeiros são reportados mensalmente ao fundo.

O fundo oferece também uma rede de relacionamento para prospecção de negócios, clientes e fornecedores. Também se agrega como valor, já mencionado anteriormente, o favorecimento da alavancagem do canal sinérgico entre as empresas do *portfolio*, dando como exemplo a futura parceria entre duas empresas inseridas no mesmo nicho de negócio, ambas envolvidas com drogas contra o câncer. Num determinado estágio uma empresa ofertará serviços de validação de medicamentos para outra, graças ao canal aberto pelo fundo.

Nesta fase, também, cada empresa possui um conselho administrativo com pessoas indicadas pelo fundo e pelo gestor da empresa e são feitas reuniões trimestrais para discussão das estratégias em posse das informações financeiras, contábeis e gerenciais. Esta fase corresponde ao crescimento e a maturação da empresa, com agregação de valor. Depois do *adding value*, segue-se a fase de saída do investimento. Nesta etapa, as empresas já estão com

propostas de compra ou os sócios-dirigentes delas cobrem a parte dos investidores. Como o fundo foi criado em 2001, ainda não há nenhuma empresa nesta fase.

#### 4.4 Percepção dos entrevistados e informações dos documentos

Para este estudo procurou-se entender o relacionamento entre os investidores - representados neste trabalho pela empresa de *Venture Capital* - e os empreendedores, no fomento da profissionalização das empresas. As percepções identificadas dos entrevistados em relação à pesquisa proposta estão sintetizadas no Quadro I a seguir. Ressalta-se que os respondentes mostraram percepções similares em muito dos tópicos das entrevistas.

**Quadro I- Percepção dos entrevistados com relação a tópicos específicos**

Tópicos	Entrevistado da empresa Alfa	Entrevistado da empresa Beta	Entrevistado da empresa Gama	Entrevistado da empresa Zeta	Entrevistado da empresa de VC
<b>Setor</b>	Biotecnologia	Biotecnologia	Biotecnologia	Tecnologia da informação	Capital de Risco
<b>Tipologia</b>	Semente	<i>Start-up</i>	Semente	<i>Start-up</i>	-
<b>CrITÉrios de seleção para investimento</b>	Idéia + perfil do empreendedor	Idéia + perfil dos dirigentes + estrutura organizacional	Idéia + perfil do empreendedor + histórico	Idéia + perfil dos dirigentes + estrutura organizacional	Idéia + perfil dos dirigentes + sinergismo, (quando for <i>start-up</i> + estrutura organizacional)
<b>Agregação de valor ofertado pela empresa de Venture Capital</b>	Apoio nas gestões administrativo/ financeira/ estrutura física/ rede de relacionamento / delineamento da estratégia/ sinergia	Apoio na área financeira/rede de relacionamento/ delineamento da estratégia/ procura de novos investimentos/ sinergia	Apoio gerencial/ financeiro/ rede de relacionamentos/ delineamento da estratégia/ sinergia	Apoio na área financeira/ rede de relacionamentos/ delineamento das estratégias/ sinergia	Apoio administrativo, financeiro, networking, estrutura física, sinergia, estratégia, novos investimentos.
<b>Conflito/ Barreira</b>	Barreira-cláusula contratual	Não há	Conflito em investimento em P&D	Não há	Há conflito dependendo do perfil do empreendedor
<b>Interferência no dia a dia da empresa</b>	Não há	Não há	Não há	Não há	Não há
<b>Segredos com a empresa de VC</b>	Não há	Não há	Segredos referentes ao P&D	Não há	Não há
<b>Interação entre</b>	Transparente e	Transparente e	Transparente e	Transparente e	Transparente

<b>empreendedor e VC</b>	congruente	congruente	congruente	congruente	e congruente
<b>Mecanismos de monitoramento</b>	Reuniões do conselho e relatórios mensais	Reuniões do conselho e relatórios mensais	Reuniões do conselho e relatórios mensais	Reuniões do conselho e relatórios mensais	Reuniões do conselho e relatórios mensais

Observa-se que as empresas investidas se inserem nos campos de alta tecnologia, já que seus mercados são voltados à biotecnologia e à tecnologia da informação. Isso se deve ao delineamento feito por um dos sócio-fundadores da empresa de *Venture Capital* que somente prospecta empresas desses dois nichos de mercado. Segundo o gestor da *Venture Capital*, isso é refletido na experiência desse sócio no ramo da biotecnologia e seu interesse no campo da informática. Além disso, estes setores investem intensamente em inovação, fator que torna o negócio atraente para investidores e com boas perspectivas de mercado.

Duas empresas de biotecnologia nasceram junto com o próprio aporte financeiro, sendo então classificadas como sementes. De acordo com o dirigente da empresa Alfa, os fatores que contaram para a efetivação do investimento foram a formação técnica, o perfil do empreendedor e uma idéia eficaz. Para ele, o investimento é realizado não apenas por uma boa idéia, mas uma idéia que tenha mercado e, primordialmente, uma pessoa que consiga executar essa idéia. Complementando o discurso anterior, o dirigente da empresa gama ressalta que “os investidores buscam o perfil de empreendedor que enxerga o negócio maior do que ele”. O entrevistado acredita que o empreendedor deve considerar a empresa de capital de risco como sócia do empreendimento, não se considerando, assim, um dono exclusivo do negócio. Além disso, o histórico profissional do entrevistado da empresa Gama foi levantado, já que seu trabalho anterior chamou a atenção dos investidores. Um fator positivo foi que o dirigente da empresa Gama conhecia um dos sócio-fundadores da empresa de *Venture Capital*, pois este já atuou no ramo da biotecnologia e possui uma rede de relações significativa.

Em contraponto às empresas sementes, as outras duas já tinham um histórico no mercado. Segundo o dirigente da empresa Beta, um dos fatores preponderantes ao investimento foi o histórico do negócio, já que era uma unidade de negócio de uma empresa de biotecnologia conceituada. Para ele, a empresa soube transferir todas as especialidades em função das competências que tinham construído: posicionamento, atitude, mercado, produtos de qualidade e o desenvolvimento de parcerias estáveis com clientes e fornecedores. Com isso, já tinha uma estrutura organizacional fundamentada que pudesse gerir a empresa. Além disso, o perfil dos empreendedores e os serviços/ produtos da carteira da empresa e o desenvolvimento de novos produtos também foram levados em consideração. O dirigente da empresa Zeta apontou os mesmos motivos que levaram o fundo a investir em sua empresa, o único fator que difere é que a empresa nasceu da concepção de cinco sócios. Eles também já conheciam um dos sócio-fundadores do investidor. Todos os apontamentos dos dirigentes estão de acordo com a percepção do gestor do VC.

Os serviços prestados pela VC não se restringem apenas ao investimento financeiro. Segundo seu gestor, a empresa ajuda na prospecção de novos clientes, fornecedores e contatos internacionais através da rede de relacionamento dos dirigentes da empresa. Ela também auxilia na captação de outras formas de investimentos, bem como oferece sua estrutura física para reuniões de negócio. Atua também no planejamento estratégico das empresas, através das reuniões de conselho, onde se discutem a parte estratégica global do negócio. Além disso, auxilia nos campos financeiro, contábil e gerencial das empresas. E, por último, promove

sinergia entre os membros do *portfolio*, no intuito de maximizar os negócios das empresas. A maioria dos serviços citados acima é demandada por estas empresas. Segundo o dirigente da empresa Alfa:

“Eles dão o dinheiro amarrado com toda uma logística, toda uma competência porque eles apostam no sucesso da empresa. Então, isso é estratégico para mim, mesmo se eu tivesse o dinheiro para potencializar minha empresa, ainda teria feito a parceria com a empresa de *Venture Capital*”.

Nas *start-ups*, o apoio se dá através do aporte financeiro, estratégico e da oferta de uma importante rede de relacionamentos. O dirigente da empresa Beta relatou que se for necessário conversar com o secretário da saúde do Estado, um dos sócios da *Venture Capital* o põe em contato. Este também cita a captação de novos investimentos como um apoio fundamental à extensão da carteira de produtos. Um tópico a ser mencionado é que em nenhuma das empresas há interferência no âmbito operacional. Segundo os dirigentes, as atividades prestadas pela *Venture Capital* não configuram como interferência e sim como uma parceria positiva para o fomento do negócio, sendo um contraponto à teoria que afirma a existência de interferência (Fried *et al.*, 1998).

Somente dois dirigentes mencionaram as questões de conflito e barreira. Para o dirigente da empresa Alfa, a única barreira é a cláusula contratual, pois esta pode enrijecer o empreendedor. Ele justifica que “geralmente o empreendedor entra no negócio com o projeto de vida dele e assina um contrato em que há várias cláusulas que podem te amarrar ou te desamarrar de seu projeto de vida”. O dirigente da empresa Gama aponta como conflito o nível de investimento em Pesquisa e Desenvolvimento - P&D. Segundo ele, o controller não quer que se gaste muito do orçamento em inovação, pois não achar tão necessário. Entretanto a competência essencial do negócio é baseada em Pesquisa e Desenvolvimento. O conflito é manejado de maneira positiva nas reuniões do conselho administrativo. Para o gestor da *Venture Capital*, só há conflitos ou barreiras se o empreendedor não entender que o investidor é um parceiro / sócio do empreendimento. Confirmou-se um alinhamento entre os atores, sem que houvesse problemas de agenciamento (ARTHURS & BUSENITZ, 2003).

Na questão de compartilhamento de informações, somente o dirigente da empresa Gama reporta a existência de alguns segredos nos assuntos de tecnologia. Os demais assumem ter total transparência com o investidor, pois identificam que a empresa de *Venture Capital* pode conhecer o negócio e aconselhar de forma plena, sem mistérios. A interação entre os dirigentes e a empresa de *Venture Capital* é transparente, já que ambos posicionam-se como sócios dos empreendimentos e concordam que um relacionamento conciliador será benéfico a ambas as partes. Isso evita o surgimento do comportamento maximizador da função utilidade individual, com o empreendedor adotando um comportamento oportunista (Levy & Lazarovich-Porat, apud Arthurs & Busenitz, 2003).

Mesmo com relacionamento transparente, os gestores da *Venture Capital* mantêm mecanismos de monitoramento do progresso da empresa (Kenny, 2000). Eles implicam em relatórios mensais da parte contábil-financeira, além da supervisão trimestral do conselho administrativo sobre o curso estratégico da empresa, conforme mencionado anteriormente pelos dirigentes das empresas.

Por fim, no discurso dos dirigentes das empresas, observa-se a posição de cada empreendedor quanto à futura saída / venda do negócio, etapa natural de um processo de investimento de *Venture Capital*. O entrevistado da empresa Alfa manifestou a vontade de continuar com o

negócio após o fim do tempo de maturação. Já nas falas dos dirigentes das empresas Beta e Gama, percebeu-se a vontade de se manter no negócio, mas se houver oportunidade / exigência para que vendam sua participação, eles não negariam. O dirigente da Zeta não manifestou a sua opinião sobre o assunto. Como as empresas ainda não passaram para a fase do desinvestimento, o conflito sobre a questão da propriedade do empreendimento está latente, de acordo com a percepção detectada pelos pesquisadores.

## 5. Considerações finais

Resgatando a teoria, os gestores de *Venture Capital* ultrapassam as barreiras dos investimentos tradicionais, ao adicionar valor agregado às empresas do *portfolio*, por serem detentores de uma parcela destas. Os serviços ofertados pela *Venture Capital* englobam apoio administrativo-financeiro; rede de relacionamentos na busca de clientes, investidores e fornecedores, promoção de sinergia entre as empresas do *portfolio*, oferecimento da estrutura física e delineamento estratégico conjunto. Detectou-se que para as empresas sementes o apoio da *Venture Capital* é maior do que para as *start-up*, o que se deve aos diferentes estágios em que se encontram.

Sendo assim, a atuação dos gestores de *Venture Capital* é vista como parceira na construção de um empreendimento com maior valor agregado. O alinhamento entre os atores permitiu um monitoramento congruente por parte da empresa de *Venture Capital* no intuito de minimizar os problemas de agenciamento, explicitado pelo aporte da teoria da agência.

Além disso, os dirigentes das empresas têm autonomia para vetar o que eles não acharem importante, ressaltando que o cotidiano das empresas é de responsabilidade do empreendedor. Surge, então, um contraponto aos aspectos mencionados por Gorman (1989), que sugere que os investidores e os empreendedores não encaram o relacionamento como parceria. Outro fato que potencializa a parceria é identificado na etapa da seleção das idéias, já que a *Venture Capital* busca idéias que tenham viabilidade mercadológica e empreendedores com perfil congruente aos valores do fundo.

A presença de conflito foi detectada de maneira tênue, pois de acordo com todos os entrevistados, a interação entre os atores da agência é transparente. Entretanto, como até o período da pesquisa nenhuma das empresas havia passado pelo processo de desinvestimento, não se pode afirmar que o relacionamento entre eles será de maneira harmônica até o fim.

Vale salientar que as empresas estudadas se inserem nos campos de alta tecnologia, biotecnologia e tecnologia da informação. Isso se deve ao delineamento feito por um dos sócio-fundadores da empresa de *Venture Capital* que somente prospecta empresas desses dois nichos de mercado, fruto da sua experiência no ramo da biotecnologia, de seu interesse no campo da informática e de sua crença no potencial destes segmentos.

Por fim, enfatiza-se a relevância tanto nos âmbitos acadêmicos quanto no campo da gestão da inovação sobre a busca pela compreensão do relacionamento entre o gestor de *Venture Capital* e o empreendedor na agregação de valor das empresas de alta tecnologia. Isso permite uma expansão dos estudos a respeito de *Venture Capital*, pois a maioria das pesquisas relacionadas sobre esse tema é tratada apenas sob a ótica de finanças.

## Referências Bibliográficas

ARTHUR, J. D; BUSENITZ, L. W. The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/ Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship: Theory & Practice*. Vol. 28 n. 2, p145-163, 2003.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977. 229p.

BARNEY, J. B; BUSENITZ, L. W; FIET, J. O; MOESEL, D. D. *New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance From Venture Capital Firms*. *Journal of Business Venturing*. Vol. 11; p. 257-272,1996.

BAYSINGER, B. D; KOSNIK, R. D; TURK, T. A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*. Vol. 34, n. 1, p. 205-215, 1991.

BOTELHO, A. J. J. ROSSI, M. C; FREITAS, M. C. P; PAULA, T. B (coordenador). *Capital de Risco no Brasil: marco legal e experiência internacional. Relatório final* . Rio de Janeiro: CGEE, 2003.

DEAKINS, D; O'NEILL, E; MILEHAM, P. The role and influence of external directors in small, entrepreneurial companies: some evidence on VC and non-VC appointed external directors. *Venture Capital*. Vol. 2, n. 2, p111-128, 2000.

FRIED, V. H; BRUTON, G. D; HISRICH, R. D. Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*. Vol. 13; p. 493-503,1998

GORMAN, M; SAHLMAN. W.A. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*. Vol. 4; p. 231-248,1989.`

HELLMAN, H; PURI, M. *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. Working Paper, Standford University, 2000.

\_\_\_\_\_ *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*. *Journal of Finance*, Vol. 57, n. 1, p169-198, 2002.

KAPLAN, S. N; STRÖMBERG, P. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *American Economic Review*. Vol. 91,n. 2, p426-431, 2001

KENNY, M. *Note on Venture Capital*. Working Paper, University of California-Berkeley, 2000.

MACMILLAN, I. C; KULOW, D; KHOYYLIAN, R. Venture capitalist's involvement in their venture: extent and performance. *Journal of Business Venturing*. Vol. 4, n. 1, p. 27-48. 1989.

PAVANI, C. *O capital de risco no Brasil: conceito evolução perspectivas*. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

SAPIENZA, H. J; GUPTA, A. K. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist- CEO interaction. *Academy of Management Journal*. Vol. 37, n. 6, p. 1618-1633. 1994.

SCHUMPETER, J. A. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e ciclo econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1982, 169p.

WESTON, J. F., BRIGHAM, E.F., *Fundamentos da Administração Financeira*, Pearson, São Paulo, 2000.

YIN, R. K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2001. 212p.

ZAHRA, S. A; PEARCE II, J. A. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, Vol. 15, n. 2, p291-235, 1989.