

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

LUIZ ALFREDO FRANCISCO SANTOS

**ANÁLISE DE CONTRATOS DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL: O
ALINHAMENTO DOS INTERESSES ENTRE FUNDOS INVESTIDORES DE PE/VC
E EMPRESÁRIOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS NO CONTEXTO
INSTITUCIONAL BRASILEIRO**

SÃO PAULO

2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

LUIZ ALFREDO FRANCISCO SANTOS

**ANÁLISE DE CONTRATOS DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL: O
ALINHAMENTO DOS INTERESSES ENTRE FUNDOS INVESTIDORES DE PE/VC
E EMPRESÁRIOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS NO CONTEXTO
INSTITUCIONAL BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito à obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas (Mestrado Profissional em Administração)

Campo de Conhecimento:
Mercado Financeiro e Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado

SÃO PAULO

2008

Santos, Luiz Alfredo Francisco.
Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos Interesses entre Fundos Investidores de PE&VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro / Luiz Alfredo Francisco Santos – 2008.

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado
Dissertação (mestrado): Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

LUIZ ALFREDO FRANCISCO SANTOS

**ANÁLISE DE CONTRATOS DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL: O
ALINHAMENTO DOS INTERESSES ENTRE FUNDOS INVESTIDORES DE PE/VC
E EMPRESÁRIOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS NO CONTEXTO
INSTITUCIONAL BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito à obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas (Mestrado Profissional em Administração)

Campo de Conhecimento:

Mercado Financeiro e Finanças Corporativas

Orientador:

Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado

Data da Aprovação:

___ / ___ / _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado (Orientador) EAESP-FGV

Prof. Dra. Rachel Sztajn FD Largo São Francisco-USP

Prof. Dr. Maurício Almeida Prado EAESP- FGV

A Dani e às crianças pela paciência.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer aos profissionais da academia e do mercado que contribuíram de uma forma ou de outra para que este trabalho pudesse ser realizado.

Desde o princípio, ao ser apresentado à problemática de contratos de *private equity* e *venture capital*, incentivado pelo incansável prof. Cláudio Vilar Furtado, comecei a fazer as primeiras pesquisas sobre o tema e ter contato com a equipe do GVCepe. Leonardo Ribeiro foi meu primeiro *sparring* de idéias sobre pesquisas relacionadas à indústria de PE/VC e de lá a rede de relacionamentos foi sendo tecida em uma experiência que o caminhar foi tanto ou mais valioso para mim do que o resultado em si.

Nesta lista não posso deixar de citar os seguintes acadêmicos e profissionais que abriram espaço em suas agendas para colaborar na realização desta pesquisa: Cintia Ribeiro, Camilo Sicherle e equipe, Marcelo de Almeida Prado, Marcos Tsuchida, Arthur Barrionuevo, José Diaz, Luiz Eugênio Junqueira Figueiredo, José Augusto de Carvalho, Christiano Moyses, André Emirich, Eduardo Buarque de Almeida, Sidney Chameh, Antonio César Rodrigues, Eduardo Taleb Boulos, Flávia Cantinho Pinheiro, Daniela Soares, Ronald Herscovici, Marcos Canecchio Ribeiro, Josh Lerner, entre outros.

Dedico um agradecimento especial a Caio Ramalho por sua inestimável colaboração na pesquisa de campo, e desejo-lhe sorte na conclusão de sua pesquisa sobre governança corporativa em PE/VC.

Aos estimados professores da FGV-EAESP e colegas do MPA que tornaram estes anos de convivência na fundação desafiadores, mas acima de tudo enriquecedores, tanto profissional como pessoalmente.

Por último, deixo os meus mais sinceros agradecimentos ao prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado e à equipe da CVF, com especial menção ao Diego Silva, por todo o suporte ao longo do processo de orientação. Ao querido prof. Cláudio por ter transmitido a mim não somente um pouco do seu conhecimento, mas uma fração de seu imenso entusiasmo sobre o estudo da indústria de PE/VC, que foram fundamentais para a conclusão deste trabalho.

RESUMO

Nas economias desenvolvidas, especialmente nos Estados Unidos, a indústria de *Private Equity & Venture Capital*, que vive o seu segundo ciclo de expansão no Brasil, representa importante fonte de crescimento e dinamização da atividade econômica, através do fomento do empreendedorismo e da inovação tecnológica. Como tal, o estudo da adaptabilidade deste mecanismo a diferentes ambientes jurídico-institucional merece crescente atenção. A complexidade dos chamados contratos incompletos pelas incertezas e assimetrias de informações intrínsecas a estas operações, aliado ao estabelecimento de estruturas de incentivos ótimas que remunerem e protejam adequadamente tanto o investidor quanto o empreendedor, pode ser um fator limitante da expansão do modelo de PE/VC em determinadas geografias. Estas limitações seriam maiores nos países com sistemas legais e instituições menos adaptáveis ao modelo norte-americano de PE/VC. O objetivo central deste trabalho é estudar modelos de *financial contract* praticados no Brasil entre fundos de PE/VC e empresas investidas em diferentes estágios de maturação; visando a identificar como, se é que existem, condições impeditivas do nosso ambiente jurídico-institucional à celebração de contratos mais eficientes. À luz das teorias em *financial contracting* e das peculiaridades do ambiente jurídico-institucional brasileiro avaliar-se-á a adequação das estruturas contratuais mais utilizadas em operações de PE/VC no Brasil comparadas aos modelos e às estruturas contratuais mais praticados internacionalmente. De posse destes *insights*, aplicar-se-á questionário junto a operadores da indústria (gestores de fundos de PE/VC) para identificar suas percepções no tocante às limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional. E se há, na visão deles, um modelo / estrutura de contrato mais recomendado para operações de PE/VC.

Palavras-chaves: *Private Equity*, *Venture Capital*, Ambiente Jurídico-Institucional, Contratos Incompletos, *Financial Contract* e Teorias em *Financial Contracting*.

ABSTRACT

In developed economies, especially in the United States, the *Private Equity & Venture Capital* industry, which is going through the second expansion cycle in Brazil, represents an important source of economic growth for fostering entrepreneurship and technological innovation. Therefore, the research on how this mechanism adapts to different legal and institutional environments has deserved growing attention in literature. The complexity of the so-called incomplete contracts, given the uncertainties and informational asymmetry intrinsic to *PE/VC* operations, combined with the establishment of optimal incentive structures to yield and properly protect both the investor and the entrepreneur, may hinder the full development of the *PE/VC* model in specific geographies. These limitations would be greater in countries where legal systems and institutions are less adaptable to the US *PE/VC* model. The main objective of this paper is to study financial contracting models used in Brazil between *PE/VC* investment funds and portfolio companies at different stages of maturity; the aim is to identify the conditions and circumstances in the Brazilian legal-institutional environment, if any, that may compromise the execution of more efficient contracts. In the light of the financial contracting theories and the peculiarities of the Brazilian legal-institutional environment, the adequacy of the contractual structures most frequently used in *PE/VC* operations in Brazil will be assessed in comparison with the contracting models and structures most frequently used internationally. Based on these insights, a questionnaire will be developed to be applied to the industry's operators (private equity and venture capitalists) in order to identify their perceptions regarding the legal-institutional environment; the questionnaire will be also used to investigate if there exists a contract model / structure that is more recommendable and identify what are the motivations and determining factors in the contract negotiation process.

Keywords: *Private Equity, Venture Capital*, Legal and Institutional Environments, Incomplete Contracts, Financial Contract e Financial Contracting Theories.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 2.1 - Crescimento do PIB	20
Figura 2.2 – Percepção de Risco Soberano – Brasil	22
Figura 2.3 – Mercado de Capitais	25
Figura 2.4 – Destaques da Indústria – julho/2007	26
Figura 4.1 – Principais Obstáculos aos Negócios no Brasil	43
Figura 4.2 – Novo Mercado & Níveis de Governança: 152 Empresas	47
Figura 4.3 – Evolução dos Fundos de Investimento em Participações	52
Figura 5.1 – Taxa de Sucesso a partir do <i>Due Diligence</i>	56
Figura 5.2 – Desenho esquemático da metodologia de pesquisa	57
Figura 6.1 – Representação esquemática fases do processo de negociação	59
Figura 7.1 – Gráfico elaborado da seção 1 dos questionários	89
Figura 7.2 – Quadro sobre originação de negócios	92
Figura 7.3 – Número de propostas recebidas que alcançaram a fase de <i>due diligence</i>	92
Figura 7.4 – Ranking das principais dificuldades para investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras	97
Figura 7.5 – Ranking das principais dificuldades para investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras (Percepção das Instituições Estrangeiras)	98
Figura 7.6 – Ranking da importância relativa da negociação contratual para o sucesso das operações de <i>PE/VC</i>	101
Figura 7.7 – Direito de preferência sobre o capital investido	110
Figura 7.8 – Utilização de Dispositivos para reforçar o direito de preferência sobre o retorno do capital investido	110
Figura 7,9 – Cláusulas vinculantes do direito de venda	111
Figura 7.10 – Outras provisões de controle	112
Figura 8.1 – Outras provisões de controle	119

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 – Avaliação de Projetos e Taxas de Sucesso	18
Tabela 2.1 – PE/VC – Emprego & Crescimento de Vendas	27
Tabela 2.2 – Controle Acionário	30
Tabela 4.1 – Global Competitiveness Index Brasil	40
Tabela 4.2 – Balanço Fatores de Competitividade-Institucional Brasil	42
Tabela 4.3 – Quadro Resumo Auto-regulação BOVESPA	48
Tabela 5.1 – Companhias no Portfólio por Estágio de Maturação	55
Tabela 6.1 – Relação de bancas	58
Tabela 6.2 – Acordos de investimento	61
Tabela 6.3 – Acordos de acionistas	63
Tabela 6.4 – Tipos & Classes de Ações	68
Tabela 6.5 – Direita sobre Fluxo de Caixa	70
Tabela 6.6 – Direitos de Voto e Representação	71
Tabela 6.7 – Liquidação e Resgate	73
Tabela 6.8 – Cláusulas Contingentes	76
Tabela 6.9 – Outros termos contratuais	80
Tabela 7.1 – Representatividade de Amostra Obtida	87
Tabela 7.2 – Setores Industriais das empresas de Portfólio na Amostra	88
Tabela 7.3 – Número e perfil de profissionais envolvidos	90
Tabela 7.4 – Percepção geral do gestor sobre a adequação do ambiente jurídico-institucional para as atividades de private equity & venture capital no Brasil	94
Tabela 7.5 – Percepção Geral do Gestor sobre o processo de negociação dos contratos (acordo de acionistas) de PE/VC	99
Tabela 7.6 – Distribuição de valores mobiliários e classes de ações na amostra de empresas do portfólio dos gestores	102
Tabela 7.7 – Distribuição de valores mobiliários e classes de ações na amostra de empresas do portfólio dos gestores	103
Tabela 7.8 - Frequência das vinculações dos direitos sobre o fluxo de caixa	106
Tabela 7.9 – Frequência das vinculações dos direitos de controle	107
Tabela 7.10 – Motivações e fatores determinantes no estabelecimento das cláusulas vinculantes	108
Tabela 7.11 – Aspectos contratuais aos problemas de “enforcement” em conflitos em PE/VC	114

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO E OBJETIVOS	13
2	MOTIVAÇÕES E JUSTIFICATIVAS	17
2.1	INVESTIMENTO PRIVADO: FATOR CRUCIAL PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO	17
2.2	CENÁRIO MACROECONÔMICO: EVOLUÇÃO RECENTE	17
2.3	INVESTIMENTO PRIVADO: OPÇÃO PARA O CRESCIMENTO	20
2.4	IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS E DO MERCADO DE PE/VC NO BRASIL	21
2.5	PE/VC COMO MOTOR DE INOVAÇÃO, FORMAÇÃO DE EMPRESAS E GERAÇÃO DE EMPREGO	24
2.6	POSSÍVEIS LIMITAÇÕES AO DESENVOLVIMENTO DO MODELO DE PE/VC NO BRASIL.....	25
3	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	28
3.1	TEORIAS EM FINANCIAL CONTRACTING E PE/VC.....	28
3.2	DAS TEORIAS EM FINANCIAL CONTRACTING AO MUNDO REAL	29
3.3	ADAPTABILIDADE DO MODELO DE PE/VC A DIFERENTES REALIDADES ECONÔMICO-INSTITUCIONAIS.....	32
3.4	SISTEMAS LEGAIS: QUAL A SUA INFLUÊNCIA?	33
4	MARCO INSTITUCIONAL DA ECONOMIA BRASILEIRA.....	36
4.1	ÍNDICE DE COMPETITIVIDADE GLOBAL DO BRASIL	36
4.2	INSTITUIÇÕES	38
4.3	EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO - MARCO LEGAL & REGULATÓRIO	40
4.3.1	<i>Reforma da Lei das S.A.s.....</i>	<i>41</i>
4.3.2	<i>Auto-Regulação do Mercado de Ações: Regras do Novo Mercado BOVESPA</i>	<i>43</i>
4.3.3	<i>Legislação Falimentar – Lei no 11.101/05</i>	<i>45</i>
4.3.4	<i>Instituto da Arbitragem</i>	<i>47</i>
4.3.5	<i>Regulamentações da CVM sobre o mercado de emissões privadas</i>	<i>48</i>
4.4	MARCO INSTITUCIONAL: SUMÁRIO.....	49
5	METODOLOGIA.....	51
6	TIPOLOGIA DE ANÁLISE DE ESTRUTURAS CONTRATUAIS	55
6.1	DESCRIÇÃO DA AMOSTRA.....	55
6.2	INSTRUMENTOS CONTRATUAIS OBJETO DA AMOSTRA	56
6.3	ACORDOS DE INVESTIMENTOS	58
6.4	ACORDOS DE ACIONISTAS	59
6.5	ESTATUTOS SOCIAIS.....	61
6.6	METODOLOGIA DE ANÁLISE E LIMITAÇÕES DA AMOSTRA	61
6.6.1	<i>Limitações da pesquisa</i>	<i>61</i>
6.6.2	<i>Segregação de direitos entre empresários e fundos de PE/VC</i>	<i>62</i>
6.6.3	<i>Tipos e classes de ações.....</i>	<i>63</i>
6.7	OBSERVAÇÕES.....	64
6.7.1	<i>Tipos e Classes de Ações</i>	<i>64</i>
6.7.2	<i>Direitos sobre o fluxo de caixa (Cash Flow Rights)</i>	<i>66</i>
6.7.3	<i>Direitos de Voto e Representação.....</i>	<i>67</i>
6.7.4	<i>Direitos de Liquidação e Resgate (Liquidation Rights e Redemption)</i>	<i>68</i>
6.7.5	<i>Cláusulas Contingentes.....</i>	<i>70</i>
6.7.6	<i>Outros Termos</i>	<i>75</i>
6.8	SUMÁRIO E CONCLUSÕES.....	78
7	PESQUISA DE CAMPO	82
7.1	INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE O GESTOR DE <i>PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL</i>	86
7.2	HIPÓTESES DE PESQUISA	87
7.2.1	<i>Informações gerais sobre a originação de negócios.....</i>	<i>88</i>
7.2.2	<i>Ambiente Jurídico-Institucional</i>	<i>89</i>
7.2.3	<i>Processo de Negociação dos Contratos (Acordos de Acionistas) de PE/VC</i>	<i>95</i>

7.2.4	<i>Instrumentos financeiros</i>	98
7.2.4.1	Distribuição dos Instrumentos financeiros	98
7.2.4.2	Motivações da escolha de determinados instrumentos financeiros pelos gestores	99
7.2.5	<i>Provisões contratuais: direitos sobre fluxo de caixa, de controle e cláusulas contingentes</i>	101
7.2.5.1	Direitos sobre fluxo de caixa	101
7.2.5.2	Direitos de Controle	103
7.2.6	<i>Motivações das cláusulas contingentes</i>	104
7.2.7	<i>Outros termos</i>	105
7.2.7.1	Direitos de Preferência	105
7.2.7.2	Vinculações ao direito de venda (<i>Tag Long</i> e <i>Drag Long</i>)	106
7.2.7.3	Outras provisões de controle	108
7.2.8	<i>Conflitos entre Organização Gestora de PE/VC e Empresa Investida</i>	109
7.3	SUMÁRIO	111
8	CONCLUSÃO	114
9	BIBLIOGRAFIA	117
10	GLOSSÁRIO	123
11	ANEXOS	128

1 Introdução e objetivos

A moderna teoria sobre contratos financeiros foi impulsionada nas últimas décadas, através da aplicação de seus conceitos ao estudo das operações de investimentos em empresas de capital fechado, as chamadas *Private Equity* e/ou *Venture Capital (PE/VC)*. Por “*private equity*” entende-se, conforme definição em Leeds & Sunderland (2003), operações de financiamento de empresas privadas em estágio inicial ou posterior de maturação por investidores (terceiros) buscando altos retornos baseados tanto no perfil de risco da companhia como na baixa liquidez de seus ativos no curto e médio prazo. *Venture capital* é o termo aplicado a uma espécie de *private equity* caracterizado por empresas em fase inicial de estruturação, usualmente durante os primeiros anos de operação (quando os produtos/serviços ainda não estão no mercado), conforme definição de Ribeiro, L; Carvalho, A. Gledson; Furtado, Cláudio (2006).

Estas operações se mostram particularmente interessantes para os estudos de Finanças Corporativas, em função do que Aghion & Bolton (1992) convencionaram chamar de caráter inerentemente incompleto dos contratos financeiros. Em outros termos, significa que grande parte das decisões de investimento e operacionais a serem tomadas no futuro no transcorrer da execução do contrato é de difícil ou impossível previsão *a priori*, tendo que ser deixada de fora do processo de negociação dos termos contratuais, entre os provedores de capital (fundos de *PE/VC*) e a empresa investida (empreendedores).

O caráter incompleto dos contratos financeiros em operações de *PE/VC* deixa espaço para as incertezas características dessas operações, o que, conseqüentemente, as torna de maior risco. O que não implica dizer que elas sejam menos atrativas, uma vez que os riscos advindos da natureza assimétrica das informações relevantes à tomada das decisões de investimentos e das decisões operacionais; por outro lado, podem propiciar retornos excepcionalmente altos, compensando em muito os riscos assumidos no momento da contratação.

A partir da intrínseca assimetria de informações dessas operações e dos potenciais conflitos de interesses no desenvolvimento futuro do projeto, que pelo caráter incompleto dos contratos e pelas restrições na distribuição dos retornos, não são passíveis de previsão contratual, é que emerge amplificada a questão da baixa coercitividade dos contratos (*low enforcement*) dentro de determinados ambientes jurídico-institucionais. A dificuldade na elaboração de contratos complexos e,

especialmente, a potencial coercitividade destes instrumentos em diferentes geografias tem sido objeto de crescente interesse na literatura.

A complexidade dos instrumentos legais, aliada ao estabelecimento de estruturas de incentivos, que remunerem adequadamente o investidor, por um lado, e protejam de outro o empreendedor, pode ser um fator limitante da expansão do modelo de *PE/VC* em determinados países. Estas limitações seriam maiores naqueles países com sistemas legais e instituições menos adaptáveis ao modelo norte-americano de *PE/VC*. O conceito de baixa coercitividade (*low enforcement*) dos contratos desenvolvido a partir das idéias de La Porta *et al* (1998) da influência da origem dos sistemas jurídicos nas relações contratuais privadas, influenciou diversos autores a estudar os possíveis impactos que o ambiente jurídico institucional teria na estruturação de operações de investimento em empresas de capital fechado (*PE/VC*).

Leed & Sunderland (2003) levantam a hipótese que o modelo de *PE/VC* que funcionou com sucesso nos Estados Unidos, primeiro, e depois na Europa, pode não funcionar a contento em outras partes do mundo. A indústria de *PE/VC* dos Estados Unidos evoluiu gradativamente em um período de 40-50 anos em resposta em grande parte a um marco regulatório, favorável a um sistema legal confiável, à estabilidade política e econômica, e a um bem estabelecido e desenvolvido mercado financeiro. Estes fatores de sucesso, na maioria das vezes, estão ausentes em parte ou em sua totalidade nos países emergentes.

Para esses autores, três seriam os fatores que inibiriam a evolução do modelo de *PE/VC* em países em desenvolvimento: 1) os baixos níveis de governança corporativa; 2) a debilidade do sistema legal em fazer valer os contratos; e 3) mercados de capitais incipientes.

Os dois primeiros fatores inibidores na verdade se complementam e potencializam suas implicações quando o sistema legal se mostra menos confiável. Leeds & Sunderland (2003) afirmam que as experiências em *PE/VC* em mercados emergentes, no final dos anos 1990, demonstraram com frequência que, independentemente da qualidade do contrato firmado, definindo termos e condições da relação entre investidor e companhia investida, há poucos recursos legais disponíveis na eventualidade de emergir sérias diferenças com a gestão.

Os dados da tabela e gráfico a seguir destacam um fenômeno interessante da indústria de *PE/VC* no Brasil. 75% das propostas de novos negócios avaliadas por fundos de *PE/VC* em 2004 e que chegaram até a fase de *due diligence* acabou não

resultando em aporte de capital. Quais seriam as razões que explicam o grande volume de operações não realizadas no mercado é uma problemática relevante a ser avaliada. E se este fato guarda alguma relação com o ambiente de baixa coercitividade e com as possíveis limitações do ambiente jurídico-institucional.

Pode-se considerar a hipótese de que um grande volume de negócios de *PE/VC* não se consuma em função do contexto legal e institucional do Brasil. Além de outras questões relacionadas ao nível de adaptabilidade do ambiente jurídico-institucional brasileiro à estruturação de contratos complexos de *PE/VC*.

Tabela 1.1: Dados extraídos de Carvalho, Antonio Gledson, Ribeiro, Leonardo; Furtado, Cláudio Vilar. *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*. São Paulo: Saraiva, 2006. Número de propostas (ex.: *business cases*) recebidos, por meios, número de propostas totalmente analisadas, número de propostas em processo de *due diligence* e número de investimentos realizados em 2004 para as quais a informação está disponível pelos meios de submissão. Os valores em parênteses são percentuais de propostas que seguiram de um estágio para o outro.

Avaliação de Projetos e Taxa de Sucesso				
Estágio	1	2	3	4
Submissão	Recebidas	Analisadas	Diligences	Realizado
Espontâneos	2.297	353	29	6
		(15,4%)	(8,2%)	(20,7%)
Referências	1.301	310	78	16
		(23,8%)	(25,2%)	(20,5%)
Prospecção		177	33	13
		(18,6%)	(39,4%)	
Total	3.598	840	140	35
		(23,3%)	(16,7%)	(25,0%)

Por outro lado, a baixa coercitividade e as possíveis limitações do ambiente jurídico-institucional podem trazer implicações de caráter financeiro, com os fundos de *PE/VC* sendo obrigados a fazer maiores desembolsos de capital (caixa) para garantir o controle societário via “*equity*”. Esta maior participação em “*equity*” se configuraria em um custo implícito resultado da baixa coercitividade, que teria como principal objetivo reduzir assim as incertezas de contratos complexos. O que também pode significar uma limitação à pulverização dos riscos através do mercado (instituto da sindicalização) com uma base maior de investidores dispostos a co-investir em operações de *PE/VC*. Em suma, em função da baixa coercitividade, maiores seriam os obstáculos e os custos para efetivação dos investimentos.

Isto posto, vem a questão central de como viabilizar operações de *PE/VC*, alinhando-se de forma eficiente os interesses entre as partes no ambiente institucional brasileiro de baixa coercitividade, diante da importância do mercado de capitais para o crescimento do Brasil e do papel de destaque que as empresas investidas de capital fechado deverão ter neste processo de expansão. Quais são os

aspectos econômicos, financeiros e jurídicos relevantes que devem ser considerados na construção do acordo entre fundos *PE/VC* e empresas investidas? Quais as estruturas contratuais mais utilizadas dado o suposto contexto de “*low enforcement*” brasileiro? Como estruturar nos contratos de *PE/VC* os incentivos (econômicos e não econômicos) e os instrumentos de proteção das partes em caso de contingências que potencializem as chances de efetivação da operação?

O objetivo central deste trabalho é estudar modelos de *financial contracting* praticados no Brasil entre fundos de *PE/VC* e empresas investidas em diferentes estágios de maturação; visando a identificar como, se é que existem, condições impeditivas do nosso ambiente jurídico-institucional à celebração de contratos mais eficientes.

À luz das teorias em *financial contracting* e das peculiaridades do ambiente jurídico-institucional brasileiro, foi avaliada a adequação das estruturas contratuais mais utilizadas em operações de *PE/VC* no Brasil, comparadas aos modelos e às estruturas contratuais mais praticados internacionalmente. A investigação em questão visava a identificar possíveis influências do ambiente jurídico-institucional na celebração de operações de *PE/VC* e quais as implicações que isso traz à operação no que concerne à proteção dos interesses entre as partes.

De posse destes *insights*, elaborou-se questionário de pesquisa que foi aplicado junto a operadores do mercado - gestores de fundos de *PE/VC* para identificar as percepções destes operadores no tocante às limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional. E se há, na visão deles, um modelo / estrutura de contrato mais recomendado para operações de *PE/VC*.

2 Motivações e Justificativas

2.1 Investimento Privado: fator crucial para o crescimento econômico

O Brasil, nas últimas duas décadas, vem realizando um enorme esforço no sentido de ajustar suas estruturas econômicas, institucionais e regulatórias, de forma a criar um ambiente propício aos investimentos dentro dos modelos de organização societária corporativa (S.A.s e Ltda.). O objetivo deste longo processo de ajuste era criar condições mínimas necessárias para o florescimento da iniciativa privada no fomento do crescimento econômico do país. Não mais um crescimento de caráter episódico, mas agora de forma sustentável.

Muito já se realizou com o equacionamento do secular problema inflacionário e com reformas que eliminaram parte das distorções e vícios de uma economia havia muito acostumada a viver nestas condições.

2.2 Cenário Macroeconômico: evolução recente

Não obstante a conquista da estabilidade monetária, passada a euforia dos anos pós-Plano Real¹, o país passou a enfrentar grandes dificuldades em retomar níveis de crescimento econômico que fossem compatíveis com suas potencialidades.

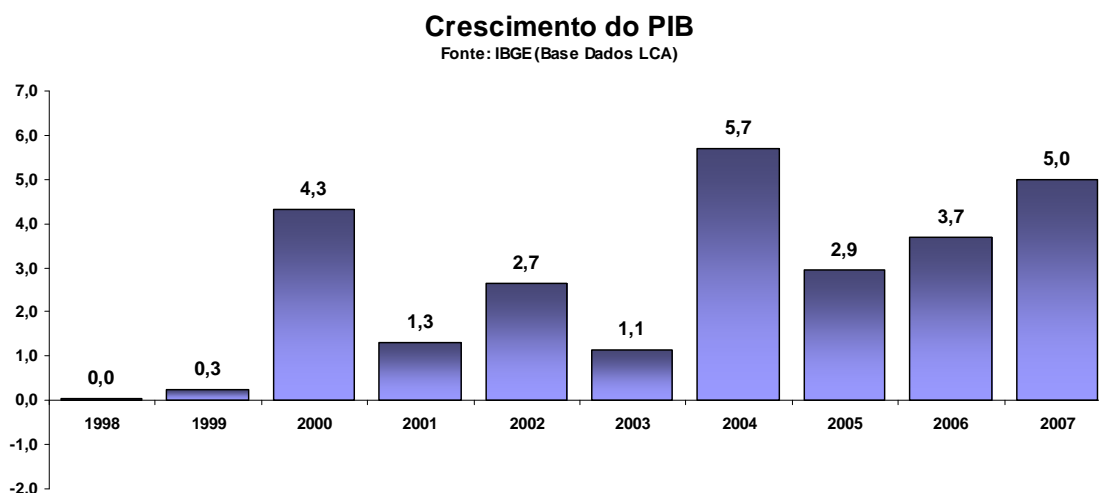


Figura 2.1: Crescimento do PIB. Elaboração do autor utilizando-se de banco de dados da LCA.

¹ Plano Real: plano de estabilização econômica, fundado na âncora cambial, que promoveu a maior troca de meios circulante da história até então, com o lançamento de uma nova moeda no Brasil, o Real. (Julho/1994).

Estas dificuldades indicavam que a eliminação da inflação, o posterior ajuste das contas externas, além da geração de crescentes superávits primários eram condições essenciais para cumprir: a) políticas de meta de inflação; b) reduzir a percepção geral de risco do capital externo da economia brasileira; e c) criar um ambiente de negócios menos volátil. Mas não suficientes para que o Brasil retomasse os patamares de crescimento necessários para sua inserção no rol de economias de maior dinamismo e, como consequência, de maior atração de capitais produtivos.

A estabilidade de preços e monetária, outrora uma realidade distante, uma vez conquistada, mostrou que os remédios utilizados para alcançá-la acabaram por viciar e, em certa medida, distorcer a economia brasileira. Os instrumentos de política monetária e fiscal, para alguns, não foram usados com a parcimônia necessária; e acabaram deixando como subproduto de sua aplicação, depois de atingidos seus objetivos imediatos, amarras que passaram a representar obstáculo para o crescimento econômico.

A reversão deste quadro de baixo dinamismo econômico passaria pela redução substancial das taxas de juros reais. E também por uma reforma fiscal que promovesse o ajuste do setor público, de forma que parte dos gastos públicos, ora concentrados em despesas correntes, fossem convertidos em investimentos de capital (especialmente, infra-estrutura²) e na área social (saúde e educação), em uma ponta; e da outra, levassem a uma situação em que o gravame relativo sobre o setor produtivo (carga tributária) pudesse ser reduzido.

Para isto acontecer, no entanto, há de se ter em conta que as variáveis de política econômica são marcadas pela sua interdependência (Rocca, 2004); qualquer movimento continuado de queda de taxa de juros, uma das condições para retomada do crescimento sustentável, só se efetivaria se a percepção geral de risco da economia brasileira fosse substancialmente reduzida.

A vulnerabilidade externa brasileira, medida pela relação serviço de dívida e exportações, evoluiu substancialmente a reboque de uma conjuntura internacional muito favorável; que permitiu ao Brasil nos últimos anos gerar crescentes saldos na

² Sheinkman, em artigo na Folha de São Paulo em 28/janeiro/2007, cita um estudo de pesquisadores chilenos entre 1980 e 1997, mostrando que a taxa de crescimento da infra-estrutura no Brasil foi substancialmente inferior à verificada nos tigres asiáticos. O estudo estima que o crescimento muito menor apresentado pelo Brasil em comparação aos tigres asiáticos se deve em grande parte à falta de investimento em infra-estrutura.

balança comercial, chegando em 2006 ao patamar recorde US\$46 bilhões, mantendo-o na casa dos US\$ 40 bilhões em 2007³.

Já quanto ao setor público, houve evolução através da obtenção de seguidos superávits primários que contribuíram para reduzir por sua vez a percepção de risco da economia brasileira. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ainda permanece elevada (em torno de 44% do PIB), mas em níveis administráveis, sendo ainda motivo de grande preocupação pela qualidade do dispêndio com a predominância de gastos correntes em detrimento de investimentos.

A variável Dívida Líquida do Setor Público/PIB na equação da percepção de risco Brasil não se ajustará apenas através da redução da porção endividamento com a geração sistemática de superávits fiscais, dado os entraves políticos e institucionais do setor público brasileiro, mas passará necessariamente pela consolidação de expectativas favoráveis quanto ao crescimento econômico. Trata-se da velha máxima de que, ou o setor público brasileiro cabe no PIB, ou o PIB terá que ser suficientemente grande para sustentar o setor público como aí está.



Figura 2.2: Percepção de risco soberano - *spread* médio mensal em bases points. *Elaboração do autor, utilizando-se banco de dados da LCA.*

³ Dado extraído do relatório Balança Comercial Brasileira – Dados Consolidados (Janeiro-Dezembro 2006). Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior – Secretaria de Comércio Exterior. <http://pab.mdic.gov.br/sitio/secex/depPIaDesComExterior> acessado em 13/jan/2008.

2.3 Investimento Privado: opção para o crescimento

Neste contexto, segundo Carlos A. Rocca (2004) em seu trabalho sobre Mercados de Capitais eficientes, o caminho seria identificar a variável que poderia dar início ao círculo virtuoso do crescimento econômico; consequente redução da relação Dívida/PIB e da vulnerabilidade das contas externas, em um ambiente em que as metas de superávit fiscal e câmbio flutuante permita manter expectativas de sustentada queda da taxa de juros nos próximos anos.

A hipótese de Rocca é que esta variável deveria ser o investimento privado e o desafio seria identificar as ações que pudessem destravar as decisões de investimento em uma escala suficiente para gerar, a um só tempo, crescimento econômico e expectativas positivas quanto à sustentação de um longo ciclo de altas taxas de crescimento.

Não que se prescindia do investimento público, mas dada a estrutural incapacidade do setor público de investir, e o avanço do setor privado em setores antes dominados primordialmente pelo Estado (infra-estrutura, por exemplo), o crescimento nunca dependeu tanto como agora do setor privado. “O exemplo das telecomunicações demonstra que, quando o governo permite a sua entrada e fornece uma regulação adequada, o setor privado é frequentemente capaz de produzir a infra-estrutura necessária.” (Sheinkman, 2007).

O recém lançado Programa de Aceleração do Crescimento – PAC⁴ ilustra esta conjuntura. A prometida aceleração do crescimento da economia brasileira, o aumento do emprego e a melhoria das condições de vida da população brasileira no quadriênio (2007-2010) através de pesados investimentos (R\$503,9 bilhões) em infra-estrutura (transporte, energia, saneamento, habitação e recursos hídricos), conta fundamentalmente com o setor privado. No seu lançamento, o Governo Federal reconheceu que investimentos deste vulto só serão possíveis por meio de parcerias entre o setor público e o investidor privado, somadas a uma eficiente articulação das ações das diversas esferas de governo, Federal, Estadual e Municipal.

Para destravar as decisões de investimento pelo investidor privado, conforme aponta Rocca, três fatores seriam chaves: i) confiança dos investidores; ii) custos de capital e condições de financiamento; iii) expectativas positivas quanto ao crescimento da economia brasileira. Em resumo, a ação prioritária seria fazer uma opção clara pelo

⁴ Dados sobre o PAC - Programa de Aceleração do Crescimento obtido no site oficial do Governo Federal: <http://www.brasil.gov.br/pac> Acesso em 14ago07.

investimento privado, construindo-se um ambiente favorável ao financiamento do capital de risco.

Ao se analisar a experiência internacional⁵, conclui-se que isto só se dará através do desenvolvimento de forma ainda mais acentuada do mercado de capitais brasileiro, o qual tem condições de, no futuro, assumir papel de primeira grandeza no financiamento do crescimento sustentável do país.

2.4 Importância do Mercado de Capitais e do Mercado de PE/VC no Brasil

No contexto brasileiro de baixa capacidade de investimento do setor público, o investimento privado assume papel central na viabilização de um longo ciclo de crescimento sustentável do país (Rocca, 2004). Países com sistemas financeiros mais eficientes, onde o mercado de capitais atua ativamente na mobilização e alocação de recursos para o setor produtivo, apresentam maiores condições para promover o seu crescimento.

A modernização dos sistemas financeiros passa necessariamente pelo aumento do peso do mercado de capitais (operações de crédito ao setor privado/PIB). Assim, a participação de investidores institucionais privados em mercados organizados de valores ganha importância.

Os relatórios anuais da Bolsa de Valores de São Paulo e da Comissão de Valores Mobiliários apresentam um quadro de forte expansão do mercado de capitais em praticamente todas as modalidades de títulos mobiliários no Brasil nos últimos anos. Este amadurecimento do mercado é resultado de uma notável evolução do marco institucional, graças a uma legislação mais adaptada à realidade e às necessidades do mercado e a instrumentos de auto-regulamentação (Novo Mercado, por exemplo) que elevaram os níveis gerais de transparência e confiança do sistema (governança corporativa).

⁵ Para comparações sobre a estrutura do Mercado de Capital do Brasil vs. Economias mais avançadas ver: ROCCA, Carlos A. Mercado de Capitais eficientes: condição para o crescimento sustentado. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

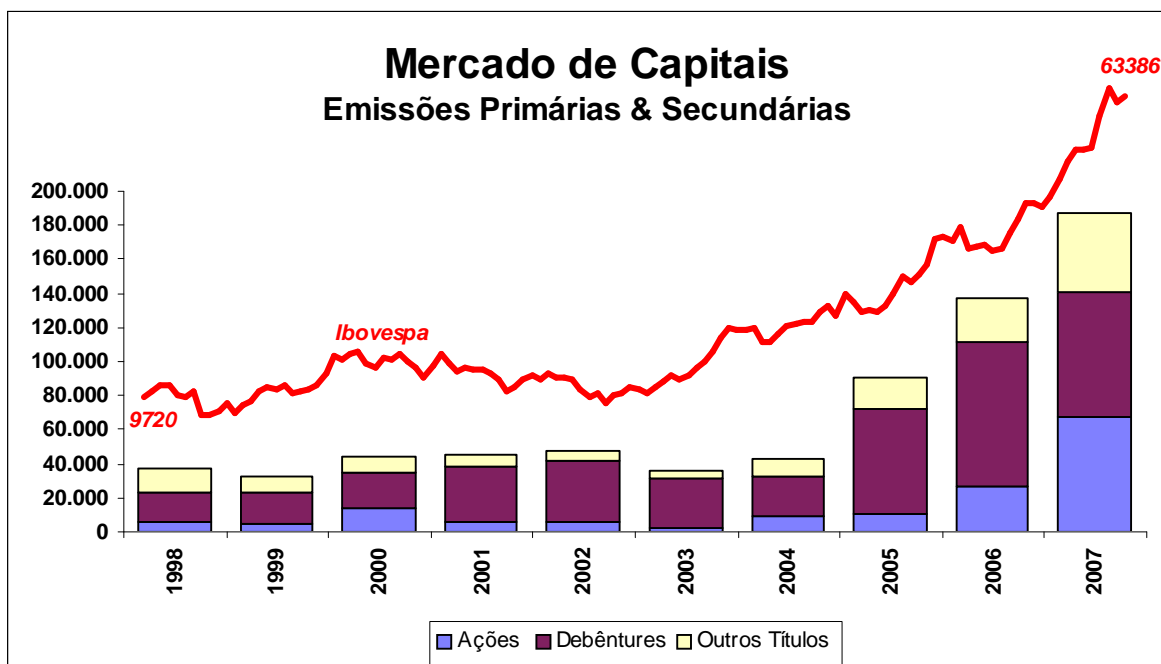


Figura 2.3: Elaboração do autor a partir de dados da CVM. Na alínea "outros títulos" estão incluídos quotas de fundos de investimento imobiliário, notas promissórias, certificado investimento audiovisual, certificado de recebíveis imobiliários, título investimento coletivo, quotas FIDC/FIC-FIDC, quotas investimento em participações, quotas FMIEE e certificado depósito de ações.

Dentro do mercado de capitais brasileiro, as operações de investimento em empresas emergentes de capital fechado e de grande potencial de crescimento, os chamados *PE/VC*, ganham cada vez mais destaque.

Nos EUA e Europa a importância das operações de investimento em *PE/VC* há muito já se consolidou com o montante investido nesta modalidade de investimento atingindo em 2006 a cifra de US\$450 milhões, um aumento de 60% sobre os US\$ 280 bilhões de 2005⁶. Nestas economias, o investimento em *PE/VC* não só cresce em dimensão, mas tem se tornado cada vez mais relevante para o público em geral. Tanto nos Estados Unidos como na Europa, o fluxo de investimento em *private equity* proveniente de investidores institucionais chegou a 25% dos novos investimentos em 2006 e mais aportes de capital são esperados de fundos de doações (*endowments*), fundações e fundos de fundos⁷.

No Brasil a indústria de *PE/VC* vive um momento de forte expansão no que é considerado o segundo ciclo de crescimento destas operações no mercado de capitais brasileiro com mais de US\$ 11,1 bilhões levantados entre 2005 e a primeira metade de 2007. Segundo o Centro de Estudos de *Private Equity* da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe), em 31 de julho de 2007 havia aproximadamente US\$17

⁶ Dados extraídos do Relatório "How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe". Ernst & Young. . www.eg.com. Acesso em 19set07.

⁷ Relatório "How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe". Ernst & Young. www.eg.com. Acesso em 19set07.

bilhões (3 vezes a cifra de 2004) comprometidos pelas 89 organizações gestoras de *PE/VC* para investir em novas oportunidades de negócios e empresas em expansão no Brasil, conforme quadro esquemático a seguir.

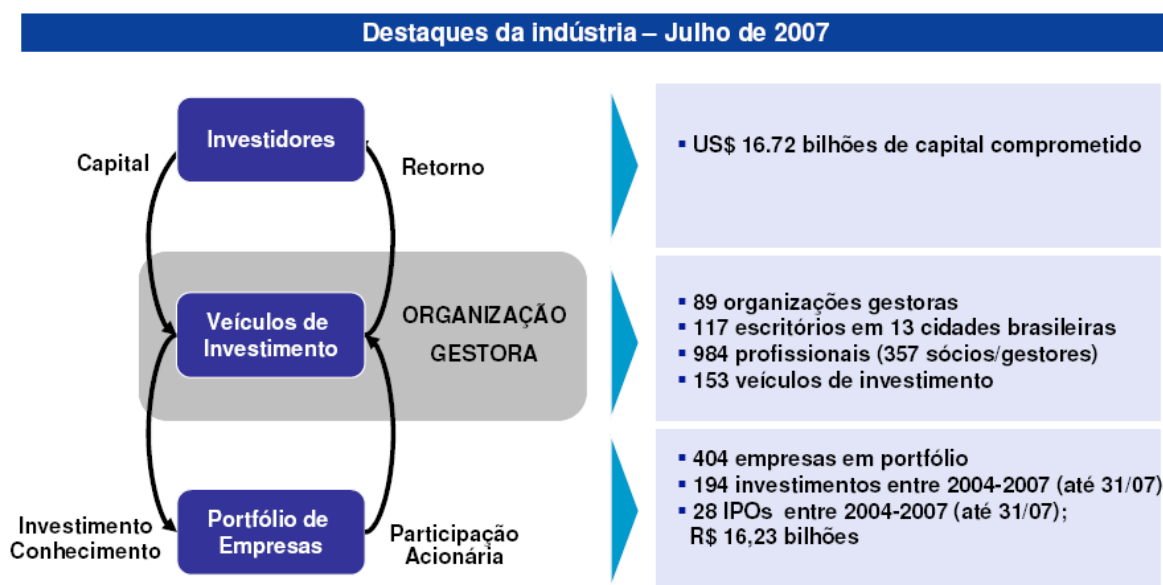


Figura 2.4: Extraído de Furtado, Cláudio V. Apresentação: A Indústria de *PE/VC* no Brasil e a Estruturação de Negócios. Setembro/2007. Pág. 4.

Estes recursos investidos em empresas de capital fechado, depois do desenvolvimento dos negócios por eles viabilizados, acabam por fomentar também o mercado aberto, via abertura de capital destas empresas. Das 72 ofertas públicas iniciais de ações entre 2004 e o primeiro semestre de 2007, praticamente 40% delas (ou 28 operações) eram empresas que em algum momento de sua trajetória foram financiadas por recursos provenientes de fundos de *PE/VC*, segundo dados do GVcepe.

No sentido de fortalecer o mercado de capitais, as instituições de mercado (BOVESPA e BM&F) com o suporte dos órgãos público reguladores (CVM) têm procurado criar condições minimamente necessárias para o florescimento dos negócios. O crescimento expressivo do mercado de capitais verificado nos últimos anos, mais do que ser um reflexo do ambiente externo favorável, até então e de fatores macroeconômicos como a redução das taxas de juros, é sinal da evolução das instituições do mercado e das próprias empresas. Um longo caminho deverá ser trilhado, mas a expansão recente reforça a opção do mercado de capitais como a fonte mais relevante de financiamento das empresas brasileiras.

2.5 PE/VC como motor de inovação, formação de empresas e geração de emprego

As motivações centrais deste trabalho vieram à tona a partir da contextualização da importância do Mercado de Capitais para a retomada do crescimento sustentável não só do Brasil, mas de outros países emergentes; e tendo em mente que os fundos de *Private Equity & Venture Capital*, em particular, são um dos principais instrumentos de fomento da inovação tecnológica e financiamento do crescimento econômico em economias mais desenvolvidas.

Sobre o potencial dos veículos de financiamento *PE/VC* de impulsionar o crescimento e fortalecer as empresas sob sua propriedade, vale apresentar alguns dados sobre a capacidade de criação de valor no ciclo de entrada e saída destas operações. O valor médio dos negócios que receberam aporte de capital de *private equity* nos EUA passou de US\$ 1,2 bilhão, quando da aquisição, para US\$ 2,2 bilhões na saída (+83%), em um período médio de três anos. Na Europa, esta valorização foi de 81% com o valor médio dos negócios passando de US\$ 800 milhões para US\$ 1,2 bilhão, em um período de três anos e meio. O crescimento médio anual do valor das empresas investidas superou com folga as empresas de capital aberto nos EUA (33% vs. 11%) e na Europa (23% vs. 15%)⁸.

Além do potencial de geração de valor, as empresas investidas por *PE/VC* tendem a criar empregos de forma mais eficiente comparativamente às que não se beneficiaram deste veículo de financiamento, é o que demonstram dados sobre geração de emprego e crescimento dos *PE/VC* apresentados na pesquisa de Florence Eid (2006).

Tabela 2.1: Dados extraídos de Eid, Florence, *Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets*. July 2006, *Business Economics*, p. 09. Tradução do autor.

PE/VC - Emprego & Crescimento de Vendas				
Comparação das taxas de crescimento e crescimento das vendas entre companhias investidas por PE/VC e companhias não investidas, crescimento % anual médio.				
País / Região	Crescimento Emprego, investida PE/VC	Crescimento Emprego, não investida PE/VC	Crescimento Vendas, investida PE/VC	Crescimento Vendas, não investida PE/VC
Europa, 1991-1995	15	2*	35	18*
EUA, 1989-1993	25	-3**	41	2**
Austrália, 1993-1996	20	2***	42	6***

* 500 mais lucrativas

** Fortune 500

*** Top 100

Fonte: Coopers and Lybrand et al, (1995) e Coopers and Lybrand (1997).

⁸ Relatório "How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe". Ernst & Young. www.eg.com. Acesso em 19set07.

Em pesquisas mais recentes, apesar de menos expressiva, a diferença na criação de emprego continua sendo favorável as *PE/VC* versus as empresas de capital aberto na Europa na razão de 5% vs. 3% de crescimento anual⁹.

Por sua vez, nos anos mais recentes (pelo menos até 2006), a atratividade dos investimentos em *PE/VC* nas economias desenvolvidas vem se reduzido em especial nos EUA, em função principalmente de um desbalanceamento entre a oferta de capital e investimentos atrativos. O que, segundo muitos investidores institucionais, tem levado a um aumento injustificável no valor dos negócios, reduzindo assim os potenciais de retornos em um fenômeno chamado coloquialmente de “*money chasing deals*”. Em contrapartida cresce a atratividade dos investimentos em *PE/VC* nas economias emergentes, em função das ótimas oportunidades de negócios propiciadas pelo crescimento econômico, da expansão dos mercados consumidores e da desregulamentação de vastos setores da economia destes países. Desta forma, os grandes fundos de *PE/VC*, em busca de novas oportunidades e melhores retornos, tem considerado cada vez mais as economias emergentes (Lerner & Leamon, 2008).

2.6 Possíveis limitações ao desenvolvimento do modelo de *PE/VC* no Brasil

Após avaliar o potencial do modelo de investimento *PE/VC* no tocante ao crescimento econômico, geração de empregos e atração de investimento estrangeiro direto (IED), particularmente para as economias emergentes, vale questionar se a estrutura institucional brasileira representaria um entrave à viabilização de operações entre os fundos de *Private Equity & Venture Capital* e empresas investidas. Como viabilizar projetos de *Private Equity & Venture Capital* em um ambiente de baixa coercitividade dos contratos (*low enforcement*)?

Autores institucionalistas como La Porta *et al* (1998) demonstraram que existe uma relação sistemática entre sistema legal e desenvolvimento de um país e a liquidez dos seus mercados de capitais. Os sistemas com origem no *Common Law* em geral proveem melhor proteção contra expropriação do capital dos investidores por gestores corporativos, se comparados aos sistemas de origem no *Civil Law*, bem como uma proteção mais adequada aos minoritários.

⁹ Relatório “How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe”. Ernst & Young. www.eg.com. Acesso em 19set07.

Para Lerner & Schoar (2004) os sistemas legais (arcabouço legal e judiciário) têm influência sobre a estruturação das operações de *PE/VC*, particularmente no tocante aos contratos que são celebrados entre fundos de *PE/VC* e empresas investidas. Os investidores em países com sistemas legais mais efetivos (*Common Law*) tendem a confiar mais em provisões contratuais e títulos que permitem separar fluxo de caixa da propriedade. Por outro lado, investidores em países com sistemas legais de baixa coercitividade são obrigados a deter os direitos de controle, através da maioria das ações com direito a voto (*equity*). A conclusão então é que o sistema legal, sim, influencia a forma e as condições da relação contratual que se estabelecem entre as partes em uma operação de *PE/VC*.

O Brasil como um país de tradição do “*Civil Law*”, em tese, padeceria dos problemas de baixa coercitividade dos contratos, o que potencializaria os problemas de agências entre fundos de *PE/VC* e empresas investidas. Além da natureza em si do sistema legal, a baixa coercitividade seria causada pela ineficiência do sistema judiciário que se apresentaria moroso e despreparado para lidar com lides cada vez mais complexas na esfera societária. Esta situação ampliaria a sensação de insegurança jurídica e institucional do sistema, tornando o judiciário uma opção não economicamente viável para resolução de controvérsias. Uma estrutura regulatória ainda não consolidada somada a constantes mudanças na interpretação das leis pelas autoridades e pelas cortes do país completaria o quadro geral do ambiente institucional brasileiro, ainda com ranços de tempos menos afeitos ao investimento em capital de risco.

No entanto é interessante notar que, apesar das limitações do ambiente institucional brasileiro, especialmente, no tocante à coercitividade dos instrumentos contratuais, a hipótese de Lerner & Schoar de que gestores de *PE/VC*, em tais circunstâncias, preferem adquirir o controle das empresas investidas como forma de mitigar possíveis conflitos de interesses (problemas de agência) parece não se verificar no Brasil. Segundo os dados do 1º Censo Brasileiro de Private Equity & Venture Capital apenas 28,5% dos gestores entrevistados consideram essencial para efetivação do investimento a possibilidade de aquisição do controle da empresa (Carvalho; Ribeiro, L; Furtado, 2006).

A constatação de que a obtenção do controle não é a regra entre operadores de *PE/VC* no Brasil, confirmada pelos dados sobre controle acionário, a seguir, reforça ainda mais a importância do estudo dos modelos de *financial contract* praticados entre investidores e empresas de portfólio, uma vez que na maioria dos casos é através

destes instrumentos contratuais (acordos de acionistas) que o investidor em *PE/VC* faz valer os seus interesses junto à gestão da empresa investida.

Tabela 2.2: Dados extraídos de Carvalho, Antonio Gledson, Ribeiro, Leonardo; Furtado, Furtado, Cláudio Vilar. *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*. São Paulo: Saraiva, 2006. Número de negócios no portfólio por tipo de controle acionário/propriedade. Inclui investimentos independentes e compartilhados em que o gestor atua como investidor principal ou não. Portanto, a soma total excede o número de empresas distintas no portfólio agregado. Não inclui fundos de investimento em empresas de capital aberto (PIPE's).

Controle Acionário

Nível de Propriedade	Número de Negócios	Porcentagem
Participação minoritária	85	26,2%
Participação minoritária com poder de veto	125	38,5%
Participação minoritária com controle	30	9,2%
Controle igualmente compartilhado	16	4,9%
Participação majoritária com controle total	69	21,2%
Total	325	100,0%

O quadro de motivações deste trabalho assim está completo: o Brasil precisa sustentar taxas de crescimento econômico expressivas; o investimento privado deverá ser a locomotiva deste crescimento; para isso, as empresas precisam de fontes de financiamento de longo prazo a custos condizentes com taxas internas de retorno exequíveis. Neste contexto, os fundos de *PE/VC* são uma das mais promissoras e importantes alternativas de financiamento ao capital produtivo às empresas de capital fechado que não têm acesso ao mercado de capitais como forma de obter recursos (via “*equity*”) para consolidação e crescimento. Como viabilizar estas operações nas circunstâncias e dentro das limitações do arcabouço legal brasileiro?

3 Revisão Bibliográfica

3.1 Teorias em Financial Contracting e PE/VC

O grande desenvolvimento das operações de investimentos em empresas de capital fechado, a partir da década de 1980, especialmente nos Estados Unidos, motivou os primeiros estudos sobre a indústria de *PE/VC*. Conforme se verifica em Sahlman (1990), os esforços iniciais de sistematização estiveram concentrados no entendimento de operações de captação de recursos junto a indivíduos, através de organizações gestoras de fundos, para investimento em companhias em fase inicial de operação, os chamados “*early-stage businesses*”, que oferecem a um só tempo alto potencial de retorno e alto risco. Segundo este autor, a indústria de *venture capital* evoluiu no sentido de criar mecanismos contratuais e operacionais adaptados para enfrentar os potenciais problemas de agência, ao se levantarem recursos para investimentos em empresas em fase inicial de operação (*start-ups*).

A partir da contribuição de Sahlman, e outros autores que o seguiram, as operações de *PE/VC* se transformaram em um interessante laboratório para a aplicação do instrumental de proteção dos interesses entre as partes (investidores e empresas investidas) da moderna teoria de *Financial Contracting*. Afinal os contratos de *PE/VC* são os instrumentos de controle, incentivo e monitoramento que visam a dirimir os problemas centrais enfrentados no processo de financiamento de um empreendimento de risco, marcado pelo alto grau de incerteza e assimetria informacional, conforme afirma Sahlman (1990).

Como descrito em Hart (2001), a literatura de finanças corporativas evoluiu ao apresentar soluções para as questões trazidas pelos problemas de agência. A primeira delas está ligada ao estabelecimento de incentivos que relacionem de forma eficiente a remuneração do empreendedor a medidas tangíveis de seu comprometimento com o sucesso do negócio. A segunda se refere à alocação dos direitos políticos. A quem caberá o controle do processo decisório dentro da empresa e, mais importante ainda, de quem será o poder de decidir.

Seriam estes os chamados contratos incompletos nos termos desenvolvidos por Aghion & Bolton (1992), ou seja, complexos arranjos contratuais elaborados de forma a trazer *a priori* o processo de tomada de decisão, caso se verifiquem certas condições previamente acordadas.

Estes mecanismos se revelam particularmente úteis quando conflitos de interesse surgem entre empreendedor e investidor. Intangíveis, os chamados benefícios privados podem criar situações de potencial conflito na relação entre estes dois entes. Um empreendedor, dependendo das circunstâncias, pode não se comportar exclusivamente de acordo com o retorno financeiro do projeto. Outros fatores podem estar em jogo, além da estrita racionalidade econômica, podendo colocar seus interesses em conflito com os dos investidores. A decisão de qual o melhor momento para sair do investimento (*divestment*) pode ser influenciada por questões de ordem afetiva do empreendedor, por exemplo, em detrimento de avaliações objetivas.

Nestas circunstâncias, a alocação de direitos sobre a geração de caixa (*cash flow rights*) e os relativos ao controle da empresa investida desempenham um papel fundamental na condução do negócio. No limite, a quem caberá a decisão, se vale a pena dar continuidade ao empreendimento ou não. Hellman (1998), dando prosseguimento aos problemas de agência e à estrutura de incentivos ótima, aborda a alocação de direitos de controle em contratos de *venture capital*. O autor analisa através de modelos econométricos, a racionalidade econômica por trás do comportamento do empreendedor de abrir mão de parte do seu controle sobre a empresa, em troca de uma contribuição ou participação maior dos *venture capitalists* (gestão profissional).

A literatura em *financial contracting* aplicada ao contexto de *PE/VC* segue com estudos como o de Zingales (1993), que lança mão de elaborados modelos matemáticos para explicar a racionalidade dos proprietários de empresas no processo decisório de abertura do capital da empresa. Já Casamatta (2002), também através de sofisticada modelagem teórica, introduz a idéia de contratos financeiros ótimos quanto à maximização da produtividade de um projeto de investimento, dado os esforços conjuntos do empreendedor e do investidor (fundos de *PE/VC*).

3.2 Das teorias em Financial Contracting ao mundo real

Paralelo aos esforços teóricos no entendimento das instituições de financiamento de capital fechado e o comportamento dos agentes envolvidos na indústria de *PE/VC*, diversos estudos empíricos procuraram testar a aderência da realidade às hipóteses da teoria de *financial contracting*. Segundo Per Stromberg & Kaplan (2001) os trabalhos teóricos sobre a problemática principal-agente na teoria de *financial contracting* têm como foco os potenciais conflitos de interesse entre o agente

(empreendedor) à frente de um empreendimento que precisa de fontes de financiamento, e um principal (investidor) provedor de fundos para este empreendimento. Três seriam as formas primárias de mitigar estes riscos disponíveis ao principal (investidor):

- Estruturação de contratos financeiros,
- Avaliação prévia (*pre-investment screening*), e
- Monitoramento pós-investimento e suporte à gestão (*advising*).

Buscando trazer os conceitos de *financial contracting* para a realidade na forma contratual, Strömberg & Kaplan (2002)¹⁰ fazem uma comparação entre a estrutura contratual de acordos reais entre VCs e empreendedores e os modelos teóricos de *financial contracting*. Segundo os autores, o elemento distintivo das operações de VC seria a alocação em separado dos direitos sobre o fluxo de caixa, direitos de voto e sobre o conselho de administração, direitos de liquidação e outros direitos de controle, além do contingenciamento de futuras integralizações de capital. Provisões estas em sua maioria de caráter contingente, condicionadas a partir de medidas observáveis de desempenho financeiras e não-financeiras.

Strömberg & Kaplan (2004), em extensão ao artigo acima, investigam as estruturas contratuais no que diz respeito a direitos sobre fluxo de caixa, controle (voto e conselho de administração) e outras provisões contingentes *vis-à-vis* ao tipo de risco a que as operações de VC estão expostas. Para cada classe de riscos: internos (*moral hazard problems*¹¹, *seleção adversa* e *conflitos de interesse*), externos (riscos fora do controle das partes na relação contratual) e por último, de execução (relativo à tecnologia e ao modelo de negócio), os autores apontam a estrutura contratual e as provisões mais frequentemente observadas nos contratos de VC.

Gompers & Lerner (2001) por sua vez analisam empiricamente as operações de *venture capital* como instrumentos de financiamento a empresas em fase inicial de operação (*start-ups*), especialmente daquelas ligadas à alta tecnologia. Neste sentido para estes autores os capitalistas de risco (*venture capitalists*) ou fundos de PE/VC, exercem papel semelhante ao exercido pelos bancos tradicionais na *velha* economia. E que os contratos de PE/VC não trazem nada de particularmente novo no tratamento

¹⁰ Versão final de mar/02 e data de publicação do artigo aqui citado de abril/2003.

¹¹ Comportamento oportunista.

dos problemas de agência e de assimetria informacional ao serem comparados aos contratos convencionais de financiamento bancário.

Lerner (1995) examina a atuação de gestores de fundos de *PE/VC* como membros do conselho de administração das empresas investidas aprofundando o entendimento da forma de mitigação de conflitos via monitoramento pós-investimento e suporte à gestão (*advising*). Esforço semelhante ao empreendido por Hellmann & Puri (2000): trazem evidências empíricas de que o advento do aporte de capital por fundos de *PE/VC* significa, na grande maioria dos casos, não apenas um impulso ao desenvolvimento dos negócios da empresa investida, mas também traz maior profissionalização da sua organização interna.

A principal crítica que se pode fazer aos estudos em *financial contracting* está encerrada no próprio título do trabalho de Per Strömberg & Kaplan (2003). Os modelos teóricos desenvolvidos são em geral de limitada utilidade prática aos agentes de mercado, o que é reconhecido pela maioria dos autores ao recomendarem novos estudos empíricos para melhor entender a realidade dos problemas principal-agente.

Neste sentido vários trabalhos buscaram testar hipóteses da teoria de *financial contracting* utilizando como laboratório contratos de operações *PE/VC* mundo afora. A principal dificuldade na execução destes estudos é quanto ao acesso à base de dados, quase sempre confidenciais, em função do caráter privado (empresas não públicas) do mercado de *PE/VC*, como reconhecem Gomper & Lerner (2001). Além disso, a maior parte dos estudos empíricos disponíveis na literatura utiliza o mercado norte-americano de *PE/VC* como laboratório. Aproximadamente 70% dos recursos captados e cerca de 50% do capital efetivamente investido mundialmente encontram-se nos Estados Unidos¹².

Naturalmente, o mercado americano de *PE/VC* não só possui o maior volume destas operações, como se mostra o mais maduro quanto aos instrumentos financeiros e contratuais utilizados.

Esta grande representatividade do mercado americano nas atividades de *PE/VC* e na própria literatura sobre o tema suscitou a questão sobre qual seria a adaptabilidade do modelo norte-americano a diferentes realidades econômico-institucionais.

¹² Ver dados atualizados do IMD, 2005.

3.3 Adaptabilidade do modelo de PE/VC a diferentes realidades econômico-institucionais

Como aponta Ribeiro, L (2005), existem duas linhas de análise para explicar as diferenças de desenvolvimento da indústria de PE/VC em diferentes geografias: as macroeconômicas e as institucionalistas.

Enquanto as abordagens macroeconômicas concentram-se em verificar o impacto das principais variáveis ligadas ao mercado de oferta e demanda de capital, do *empreendedorismo* e inovação, e do mercado de trabalho, os estudos institucionalistas relacionam variáveis como a origem e a qualidade do sistema legal e o grau de eficiência do poder judiciário dos países. Uma vasta literatura em economia e finanças desenvolveu-se neste sentido a partir de trabalhos pioneiros, como de La Porta *et al* (1998), expoente da abordagem institucionalista, que analisam o impacto da origem dos sistemas legais nas relações contratuais privadas, buscando identificar uma relação sistemática entre aqueles sistemas e o desenvolvimento e liquidez dos mercados financeiros.

A visão institucionalista reconhece que o direito difere significativamente ao redor do mundo, desempenhando um papel determinante na proteção dos interesses dos investidores. Os países com sistemas legais de tradição no "*Common Law*", segundo a visão de diversos autores, tendem a proteger consideravelmente mais os interesses dos investidores do que países com direito originário do "*Civil Law*", e especialmente se comparado a países de tradição no "*French-Civil-Law*".

Além do direito em si, a coercitividade (*enforcement*) dos sistemas jurídicos varia entre diferentes geografias. Aqui La Porta afirma que os países de tradição "*German-Civil-Law*" e países escandinavos oferecem as melhores condições em termos de coercitividade legal. Mais uma vez os países de tradição do "*Common Law*" se destacam pela robustez de seus sistemas legais, ficando os países de tradição "*French-Civil-Law*" como os mais débeis.

Conclusão: os países que adotam sistemas legais de origem no "*Common Law*" contam com instrumentos de proteção aos investidores mais efetivos do que os países que adotam o sistema legal de origem civilista ("*Civil Law*"). Além disso, em função da maior proteção aos investidores, os mercados de capitais destes países têm condições mais favoráveis para seu crescimento e valorização.

E mais: mesmo que estes países desenvolvam mecanismos alternativos para ampliar a proteção aos investidores - tais como instrumentos estatutários (dividendos mandatórios e reservas legais) -, ou se verifique neles uma maior incidência de concentração do controle se comparado a países de tradição "*Common Law*", estes mecanismos adaptativos não são suficientes para compensar as limitações do sistema legal.

3.4 Sistemas legais: qual a sua influência?

Apesar das evidências deste *link* imediato entre o sistema legal e o desenvolvimento dos mercados de capitais, há dúvidas que ele seja, por si só, suficiente para sustentar a hipótese de que este fator leve remotamente a uma condição de menor desenvolvimento econômico. Se assim fosse, a França e a Bélgica, por exemplo, não seriam países desenvolvidos. Por certo a equação do desenvolvimento guarda complexidades que vão muito além da origem dos sistemas legais, ou dos seus níveis de coercitividade, tomados isoladamente ou em conjunto. Conforme aponta o estudo sobre competitividade global conduzidos por Sala-I-Martin *et al* (2007), dentro do escopo do *World Economic Forum* e, que será explorada em maiores detalhes na próxima seção deste trabalho, os determinantes de competitividade de um país, entendido como o conjunto de instituições políticas e fatores que determinam o nível de produtividade, são muitos e complexos.

Lerner & Schoar (2004), a partir das contribuições de La Porta e outros institucionalistas, procuraram estudar com mais profundidade observações junto a operadores do mercado de *PE/VC* de que a habilidade de contratar complexos arranjos contratuais diferiria em diferentes países dos seus portfólios de investimento. A pesquisa promovida por eles analisou 210 operações de investimentos em *private equity* em países em desenvolvimento, constatando assim que as transações variam com os sistemas de "*legal enforcement*" das nações, medidos diretamente ou segundo a sua origem.

Investimentos em países com sistemas legais de alta coercitividade e baseados no "*common law*" utilizam frequentemente ações preferenciais conversíveis em garantias. Em nações marcadas por sistemas legais de baixa coercitividade e baseados no "*civil law*", investidores em *private equity* tendem a utilizar ações ordinárias e dívida, o que garante a eles o controle, por meio da participação direta no patrimônio da companhia. Os

autores afirmam que qualquer que seja a solução privada para as limitações institucionais, estas serão apenas remédios parciais, paliativos.

Para Hellman, Bottazzi & Da Rin (2005) o sistema legal tem efeito sobre as relações entre investidores e empreendedores, mostrando que contratos ótimos, governança corporativa e ações dos investidores dependem do sistema legal em que se está inserido. Ao contrário da maioria dos estudos institucionalistas, este trabalho vai além ao demonstrar que a origem dos sistemas legais tem influência não apenas sobre a estrutura contratual, mas também afeta aspectos não-contratuais da relação financeira entre investidor e empresa investida. Mais do que isso, o sistema legal acaba por moldar a forma como os intermediários financeiros desenvolvem suas habilidades e competências.

Em complemento à visão institucionalista de La Porta, Lerner, Schoar, entre outros, Strömberg, Kaplan & Martel (2003) argumentam que as estruturas contratuais praticadas em operações de *PE/VC* variam entre países, mas que *venture capitalists* mais experientes tendem a implementar modelos de contratos similares aos praticados nos EUA, independentemente do sistema legal (*Common* ou *Civil Law*). E mais ainda, para estes autores, isto seria um sinal de sofisticação da indústria de *PE/VC*, uma vez que operações estruturadas em contratos baseados nos modelos americanos tendem a uma taxa maior de sucesso.

Outros artigos na literatura procuram testar as teorias e modelos desenvolvidos de *Financial Contract*, levando em consideração as características e as limitações jurídico-institucionais das economias em transição¹³ para diversos mercados.

Os trabalhos de Farag, Hommel, Witt & Wright (2004) avaliam as práticas dos mercados de *PE/VC* relativas às fases de contratação, monitoramento e instrumentos de saída (*divest*) em países emergentes, particularmente da CEE (*Central and Eastern Europe*), comparadas com as em economias mais maduras, como por exemplo, a Alemanha. Klonowski (2005) analisa a evolução da indústria de *PE/VC* e países em transição tomando o caso da Polônia.

O estudo de Farag *et al* (2004) apresenta um cenário em geral não favorável à captação dos recursos necessários ao maior desenvolvimento econômico nas chamadas economias em transição. A indústria do *PE/VC* é apresentada como uma alternativa de fomento para transformação e, conseqüente desenvolvimento econômico. No entanto, o cenário de instabilidade institucional por um lado, com um sistema jurídico

¹³ D&E Markets, Central & Eastern Europe (CEE).

pouco desenvolvido mercado por instrumentos legais de pouca eficácia, e baixo desenvolvimento corporativo (baixos níveis de governança corporativa) por outro, são um entrave para o crescimento do montante de capital disponível via *venture capital*.

Os autores propõem que dentro deste contexto, para contrabalançar estas dificuldades (*asymmetric information*), é necessário desenvolver instrumentos de contratação (*financial contract*) e, posteriormente, de monitoramento das atividades das empresas investidas para que o capitalista tenha o conforto suficiente para investir, o que Lerner & Schoar (2004) chamam de adequados canais contratuais. Também é de suma importância estabelecer opções/alternativas claras de saída ("*exit decisions*") para reduzir a percepção de risco dos investidores. Contratos altamente flexíveis, direitos de controle e monitoramento, após o investimento, assim como cláusulas claras de saída, são essenciais para o fomento de maiores iniciativas de *venture capital*, em economias em transição como as da CEE.

Semelhantes esforços no entendimento da importância da indústria de *PE/VC* em economias em transição, e seu nível de adaptabilidade aos modelos ocidentais, foram empreendidos por Chu & Hisrich (2001), Bruton, Ahlstrom & Singh (2002), entre outros.

Estes últimos, através de uma linha institucionalista de análise, estudaram o mercado de *PE/VC* em Singapura e concluíram que a indústria daquele país acabou ganhando características que a diferenciam das demais economias asiáticas (Japão e outros países emergentes). O motivo para isto seria o desenvolvimento de instituições reguladoras e normativas semelhantes às da indústria de *PE/VC* ocidentais (especialmente às dos EUA). Isto se deu em grande parte pela atuação deliberada do governo, que buscou replicar localmente o sucesso da indústria de *venture capital*, nos mesmos moldes do que aconteceu nos Estados Unidos.

4 Marco Institucional da Economia Brasileira

Uma vez construída a lógica da opção pelos investimentos privados como a melhor alternativa para a aceleração do crescimento econômico sustentável do Brasil, na atual conjuntura de estabilidade econômica, o que pode ser dito a respeito das demais condições do ambiente de negócio no Brasil para o fomento da atividade empresarial.

Não se pretende aqui fazer uma longa explanação sobre todos os fatores, políticas e instituições que determinam o nível de produtividade de um país, conforme levantamentos realizados por Porter *et al* dentro das iniciativas do *World Economic Fórum*. Afinal, estas variáveis são muito diversas e numerosas. Mas o objetivo é demonstrar que a estabilidade econômica *per se* não garante ganhos de produtividade, sendo que fatores relacionados à temática do presente trabalho - a dificuldade de acesso ao financiamento empresarial e o ambiente institucional no qual estão inseridos os agentes econômicos - podem ser limitantes importantes ao desenvolvimento da atividade empresarial.

4.1 Índice de Competitividade Global do Brasil

A evolução do Brasil, especialmente nas duas últimas décadas, é notável. Após 20 anos de regime militar, a abertura política e a redemocratização do país foram os primeiros passos de um longo processo de construção de um ambiente político, institucional e econômico mais adaptado às exigências impostas pela crescente globalização das economias mundiais.

Apesar das marcantes conquistas, como a estabilidade política e econômica, a menor intervenção do Estado com a desregulamentação de importantes setores da economia e a conseqüente redução da participação direta do Estado na economia, via privatizações, e o fortalecimento das instituições de mercado, a competitividade do Brasil para os negócios ainda está aquém de suas potencialidades. Toda esta evolução institucional brasileira só veio demonstrar que o Brasil tem um grande potencial como uma das maiores democracias do mundo: um país de total integração linguística, livre de conflitos sectários e do terrorismo. Mas ainda há muito a caminhar. O *World Economic Forum* estuda a competitividade das nações há quase três décadas. Seu relatório anual examina os fatores determinantes na obtenção do crescimento econômico sustentável e da prosperidade de longo prazo das

economias nacionais. No seu mais recente relatório, o Brasil aparece em 72º em um ranking de 131 países, conforme indicado no quadro abaixo:

Global Competitiveness Index Brasil



	Rank	Pontuação (Escala de 7 pts)
(Ranking de 131 países/economias)		
Global Competitiveness Index 2007-2008	72	3.99
Global Competitiveness Index 2006-2007 (ranking de 122 países)	66	4.07
Sub-índice A: Requerimentos Básicos	101	3.82
1º pilar: Institucional	104	3.32
2º pilar: Infraestrutura	78	3.07
3º pilar: Estabilidade Macroeconômica	126	3.66
4º pilar: Saúde e Educação Fundamental	84	5.23
Sub-índice B: Potencializadores da Eficiência	55	4.12
5º pilar: Educação superior & treinamento	64	4.01
6º pilar: Eficiência do mercado de bens e serviços	97	3.80
7º pilar: Eficiência do mercado de trabalho	104	3.96
8º pilar: Sofisticação do mercado financeiro	73	4.14
9º pilar: Preparação tecnológica	55	3.35
10º pilar: Tamanho do mercado	10	5.44
Sub-índice C: Inovação & fatores de sofisticação	41	3.99
11º pilar: Sofisticação dos negócios	39	4.48
12º pilar: Inovação	44	3.50
		Rank
Business Competitiveness Index 2007-2008		59
Sofisticação das operações das empresas e estratégia		42
Qualidade do ambiente de negócios nacional		63

Tabela 4.1: World Economic Forum. Global Competitiveness Index 2007-2008. <http://www.gcr.weforum.org>. Acesso em 26dez07.

A relativamente baixa competitividade do Brasil é explicada em grande parte pelo seu desempenho nos fatores de competitividade básicos para o ambiente de negócio.

O equacionamento da espiral inflacionária não foi suficiente para melhorar a posição do Brasil no pilar da estabilidade macroeconômica, segundo os pesquisadores do *World Economic Forum*. O relatório afirma que a estabilidade macroeconômica *per se* não foi capaz de melhorar a competitividade geral do país, mas não é menos verdade que os desarranjos macroeconômicos afetavam e prejudicavam em muito a economia¹⁴. O controle da inflação, isoladamente, significou uma substancial melhora para o ambiente de negócios no Brasil. Em contrapartida as altas taxas de juros e especialmente a saúde das finanças públicas, no tocante à qualidade dos gastos públicos, são fatores negativos que derrubam a avaliação de competitividade do país. O governo brasileiro tem sido incapaz de prover serviços de forma eficiente em função do custo da dívida interna, por um lado, e pela vinculação de grande parte do orçamento a despesas correntes (pessoal e custeio) em detrimento de investimentos em infra-estrutura, saúde e especialmente, educação.

O Brasil está na 126ª posição no pilar estabilidade macroeconômica, porque ainda não alcançou uma posição de equilíbrio no qual o Estado possa desempenhar, de

¹⁴ SALA-I-MARTIN et al, The Global Competitiveness Index: Measuring the Productive Potential of Nations in World Economic Forum: Global Economic Index 2008.

forma eficiente, seu papel de provedor de infra-estrutura básica e outros bens públicos essenciais ao desenvolvimento econômico.

Além da estabilidade macroeconômica, outros pilares de competitividade apresentam índices bastante negativos, que acabam comprometendo a percepção geral sobre o ambiente de negócio do país. Vale mencionar a baixa qualidade da infra-estrutura e do ensino fundamental, a eficiência dos mercados de bens, a rigidez e o arcaísmo da legislação trabalhista, além da qualidade das instituições. Todos estes fatores representam obstáculos para a efetivação em toda a sua potencialidade do mercado consumidor brasileiro, que é classificado em 10^o lugar entre as economias mundiais.

4.2 Instituições

O arcabouço institucional de um país forma a estrutura dentro da qual os indivíduos, empresas e governos interagem entre si no processo de criação de renda e riqueza (Sala-I-Martin, 2007). Sem regras, delimitações e garantias claras quanto à proteção dos direitos fundamentais à propriedade privada e à propriedade intelectual, os agentes econômicos não estarão dispostos a investir na ampliação e manutenção de seus ativos. Também é fundamental que as instituições do país e suas autoridades não apenas legitimem as transações econômicas, mas garantam os interesses das partes envolvidas, através de eficientes instrumentos de proteção e de efetivação dos contratos.

Além do arcabouço legal, a atitude dos governos para com a livre iniciativa e a abertura dos mercados, bem como a disposição para operar e interagir de forma eficiente com os demais agentes econômicos são fatores de grande importância. Neste sentido, o excesso de burocracia, a excessiva regulação e intervencionismo no mercado, a corrupção, a falta de transparência, ou um judiciário pouco eficiente e influenciado politicamente, acabam por representar custos econômicos que desaceleram e limitam o processo de desenvolvimento da competitividade de um país. No balanço de fatores de competitividade institucional do índice de competitividade global da economia brasileira, destacam-se como fatores de notória vantagem competitiva: a virtual inexistência de ameaças terroristas (10^a no ranking), e a proteção do interesse dos acionistas, (46^a posição).

Notória Vantagem Competitiva		Rank/ 131	Notória Desvantagem Competitiva		Rank/ 131
1º Pilar: Institucional			1º Pilar: Institucional		
01.11 Custos relacionados a ameaça terrorista	10	01.08 Peso da regulamentação governamental	128	01.07 Desperdício dos gastos públicos	127
01.18 Proteção do interesse dos acionistas minoritários	46	01.04 Confiança do público nos políticos	126	01.13 Crime organizado	125
		01.03 Desvio do dinheiro público	124	01.12 Custos relacionados ao crime e violência	121
		01.14 Grau de confiança dos serviços policiais	120	01.10 Transparência das políticas públicas	107
		01.09 Eficiência do arcabouço legal	105	01.05 Independência do Judiciário	89
		01.15 Comportamento ético das empresas	98	01.02 Proteção à propriedade intelectual	73
		01.06 Favoritismo nas decisões de oficiais de governo	91	01.01 Direitos de propriedade	70
		01.05 Independência do Judiciário	89	01.17 Eficácia dos conselhos de administração	65
		01.02 Proteção à propriedade intelectual	73	01.16 Robustez dos padrões de auditoria e reporte contábil	63
		01.01 Direitos de propriedade	70		
		01.17 Eficácia dos conselhos de administração	65		
		01.16 Robustez dos padrões de auditoria e reporte contábil	63		

Tabela 4.2: Economic Forum. Global Competitiveness Index 2007-2008. <http://www.gcr.weforum.org>. Acesso em 26dez07.

Dentre os principais fatores de notória desvantagem do país destacam-se: o peso da regulamentação governamental (128^o) e uma série de fatores de alguma forma relacionados à eficiência da prestação de serviços e bens públicos à sociedade pelo Estado - que vão desde o desperdício dos gastos públicos (127^o); a confiança do público nos políticos (126^o); desvio do dinheiro público (125^o); transparência das políticas públicas (107^o) e favoritismo nas decisões oficiais de governo (91^o).

A criminalidade endêmica no país aparece como uma espécie de “*terrorismo tropicalizado*”, sendo percebida como um fator de desestímulo aos negócios pela atuação perniciosa do crime organizado (125^o) e os custos relacionados ao crime e violência (121^o).

Quanto ao marco legal e regulatório do país, como contraponto da notória vantagem dada pela recente evolução dos mecanismos de proteção dos interesses dos acionistas, o arcabouço legal ainda é considerado pouco eficiente (105^o), com especial destaque a proteção à propriedade intelectual (73^o). E o Judiciário também merece destaque negativo, em função de seu grau de independência que é avaliado como relativamente baixo (89^o).

A percepção das desvantagens competitivas relacionadas a fatores institucionais como obstáculos para os negócios no Brasil é significativa, como pode ser constatado no gráfico abaixo, do mesmo relatório do *World Economic Forum*.



Figura 4.1: De uma lista de 14 fatores, respondentes foram questionados para selecionar os cinco (5) obstáculos mais problemáticos para os negócios no país e ordená-los entre 1 (mais problemático) e 5. As barras no gráfico mostram as respostas ponderadas de acordo com a ordenação dada. Fonte: World Economic Forum - Global Competitiveness Index 2007-2008. <http://www.gcr.weforum.org>. Acesso em 26ez07.

No ranking dos 14 fatores que representam obstáculos ao florescimento dos negócios no Brasil, quatro (4) entre os seis (6) mais significativos estão ligados ao ambiente institucional: legislação fiscal, alíquotas de impostos, burocracia governamental ineficiente e corrupção. Considerando que o fator legislação trabalhista restritiva do 7^o Pilar do *Global Competitiveness Index* - Eficiência do Mercado de Trabalho é por sua vez também um fator institucional, conclui-se que dos seis (6) principais obstáculos aos negócios cinco (5) são de natureza institucional.

4.3 Evolução Recente do Mercado de Capitais Brasileiro - Marco Legal & Regulatório

Após analisar a competitividade relativa da economia brasileira e destacar a importância do papel dos fatores institucionais para o florescimento dos negócios no Brasil, a presente seção apresenta os principais avanços recentes do arcabouço legal e regulatório para o desenvolvimento do mercado de capital brasileiro.

4.3.1 Reforma da Lei das S.A.s

A 31 de outubro de 2001 foi promulgada a Lei nº 10.303, que juntamente com a Medida Provisória nº 8 (convertida na Lei nº 10.411, de 26/02/2002) e o Decreto nº 3.995 promoveram mudanças profundas tanto na Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das S.A.s, como na Lei nº 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disciplinou o mercado de capitais.

A grande motivação da reforma da legislação societária voltada à disciplina das companhias abertas e à regulamentação dos mercados era promover o fortalecimento do mercado de capitais através da valorização das posições acionárias minoritárias; da incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo receituário internacional; e da consolidação do papel do órgão regulador na figura da CVM.

Segundo Carvalhosa & Eizirik (2002), tradicionalmente os interesses dos acionistas minoritários no Brasil não encontravam grande guarida na legislação societária. Especialmente após a reforma de 1997, que, manifestamente, suprimiu direitos dos minoritários para facilitar os processos de privatização e reestruturação empresarial então em curso no Brasil.

No embate de posições conflitantes entre acionistas minoritários, representados pelas chamadas minorias *orgânicas* - investidores institucionais internacionais e gestores de grandes carteiras de ações - os quais se juntaram à CVM na cruzada de proteção dos minoritários e aos controladores dos grandes grupos empresariais, a resultante foi uma evolução importante para a proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Mas sem enfraquecer substancialmente as participações majoritárias dos controladores (Carvalhosa & Eizirik, 2002).

O resultado final não registraria nem a vitória dos controladores, nem a dos minoritários. Estes últimos ganharam menos do que gostariam; já os primeiros perderam algum valor, mas pouco diante do que detinham, e muito menos do que poderia ocorrer caso tivesse sido aprovado integralmente o “Projeto Kapaz”.¹⁵

Os principais ganhos na proteção dos minoritários ocorreram no regime de distribuição de dividendos; na maior transparência das informações; no aumento da proporção das ações ordinárias; nos dispositivos referentes à assembléia geral; no

¹⁵ “Projeto Kapaz”: o projeto da Lei nº 10.303 levou o nome do deputado federal Emerson Kapaz que foi o responsável pela sua proposição no Congresso Nacional.

processo de fechamento de capital; na participação do prêmio de controle por ocasião de sua alienação.

Mais do que qualquer outra parte interessada, a CVM acabou sendo a grande beneficiária da reforma. Houve captura de legislação favorável e considerável ampliação de seu escopo de atuação para fronteiras, além dos valores mobiliários, incorporando a regulação sobre toda e qualquer espécie de derivativos. A CVM passou também a deter poderes de regulação e fiscalização não apenas da bolsa de valores, mas também dos mercados de futuros e mercadorias; aumentou sua capacidade de exigir a plena eficácia dos sistemas de “*disclosure*” das informações e absorveu todas as funções normativas sobre o mercado de valores mobiliários, entre outras prerrogativas.

Em consonância com as constatações de La Porta *et al* (1998), sobre a improbabilidade de pequenos e pulverizados acionistas serem importantes em países que falham em proteger seus direitos, a reforma da Lei das S.A.s representou um passo adiante na direção da construção de um mercado de capitais marcado pela menor concentração da propriedade das ações em função de melhores níveis de proteção dos investidores, especialmente dos acionistas minoritários.

Além das reformas visando à proteção das posições acionárias minoritárias e do fortalecimento das boas práticas de governança corporativa, recentemente a legislação societária brasileira sofreu uma série de alterações no sentido da convergência com os padrões contábeis internacionais (IFRS¹⁶). A Lei 11.638, promulgada a 27 de dezembro de 2007, lança oficialmente as bases do projeto brasileiro de convergência das normas contábeis locais para as normas IFRS.

Dentre as inúmeras alterações de caráter contábil, relacionadas ao formato e conteúdo das demonstrações financeiras, criação de grupos de contas, critérios de avaliação patrimonial, entre outras, foi incluída a exigência da publicação de demonstrações financeiras para as empresas de grande porte - independentemente de sua estrutura societária. A intenção do legislador foi dar maior transparência às atividades empresariais no Brasil, estendendo a obrigação, a partir de então, de elaboração das mesmas demonstrações contábeis exigidas das sociedades

¹⁶ International Financial Reporting Standard (IFRS): normas Internacionais de contabilidade (International Accounting Standard – IAS) são um conjunto de padrões contábeis geralmente aceitos internacionalmente publicados e revisados pelo IASB (International Accounting Standards Board).

anônimas de capital aberto, às sociedades que tiverem ativos superiores a R\$ 240 milhões ou auferirem receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões¹⁷.

4.3.2 Auto-Regulação do Mercado de Ações: Regras do Novo Mercado BOVESPA

Com inspiração no *Neuer Markt* alemão (Peixe, 2003) foram implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – *Nível 1 e Nível 2*. São segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias¹⁸.

Reformas legislativas que objetivam o aumento das garantias aos acionistas minoritários sempre encontram sérios obstáculos políticos (Carvalho, 2003). Assim, mecanismos de adesão voluntária, tais como o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, acabaram constituindo atalhos das instituições e agentes de mercado para compensar deficiências do marco legal, que limitam o desenvolvimento do mercado de capitais.

Embora tenha fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados, *Nível 1 e Nível 2*, são direcionados a empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA. O compromisso que as companhias assumem em ambos os casos é reforçar a governança corporativa e a transparência, sujeitando-se a uma série de exigências adicionais à legislação vigente.

Estes compromissos visam, por um lado, a reduzir a assimetria informacional através da melhoria da qualidade das informações prestadas pelas companhias e, por outro, a ampliar os direitos societários, especialmente os dos acionistas minoritários. Estes dois movimentos reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimentos, consequentemente reduzindo os riscos das transações.

É interessante notar o efeito das medidas de auto-regulação da BOVESPA sobre o valor das ações e o volume transacionado. Por permitir que empresas que já eram

¹⁷ Silva, Gilberto Magalhães. As principais mudanças da lei 11.638/07. Revista Contábil & Empresarial. www.netlegis.com.br. Acesso em 11out08.

¹⁸ BOVESPA: Novo Mercado. Relatório de Apresentação e Requisitos. Acessados no site da BOVESPA: www.bovespa.com.br. Acesso em 22mar08.

de capital aberto optassem por níveis superiores de governança corporativa, diferentemente do *Neuer Markt* alemão, foi possível constatar estes movimentos, estatisticamente. Carvalho (2003) afirma que a migração teve efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas em torno da data de migração, verificado através da existência de retornos anormais positivos dos papéis das respectivas companhias. O volume transacionado das ações das empresas também aumentou. No entanto não é possível afirmar com precisão a magnitude desses efeitos positivos.

O gráfico abaixo apresenta a evolução do número de empresas que lançaram ou migraram suas ações para os segmentos do Novo Mercado e níveis 1 e 2 de governança corporativa. Pode-se afirmar com certo grau de segurança que a robustez da governança e a transparência destas empresas, que em agosto de 2007 representavam 32% do número de empresas listadas na BOVESPA, 56% do valor de mercado e 66% do volume negociado, foram variáveis importantes na substancial valorização do mercado acionário verificada nos últimos anos.

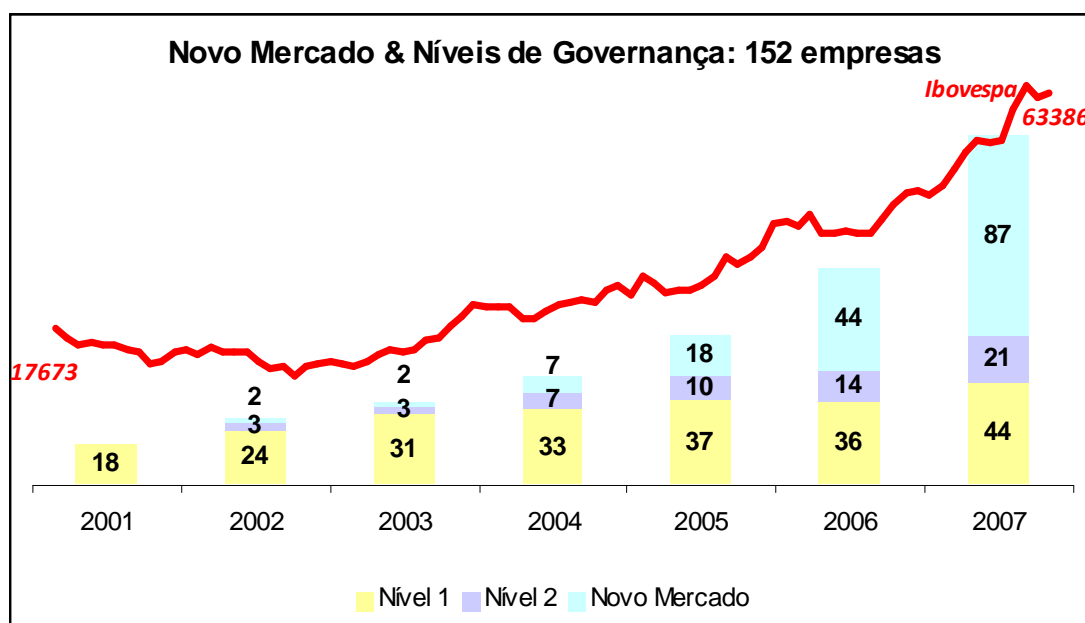


Figura 4.2: Adaptado de gráfico extraído da apresentação Wang Jiang Horng, Ago./07 atualizada com as informações de dez/07 do site da BOVESPA.

O quadro a seguir apresenta comparativo das principais características de cada um dos segmentos de listagem de auto-regulação e o mercado tradicional.

Quadro resumo das características dos segmentos de listagem na BOVESPA e do nível de governança corporativa e transparência. Fonte: BOVESPA (www.bovespa.com.br/principal.asp).








	Mercado Tradicional	 NÍVEL 1 BOVESPA BRASIL	 NÍVEL 2 BOVESPA BRASIL	 NOVO MERCADO BOVESPA BRASIL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	Não há regra	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float
Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ON
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de Tag Along	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório
Níveis crescentes de Governança Corporativa	Atender a regulamentação	Adicionalmente, atender requisitos de transparência	Adicionalmente, atender requisitos societários	Ter apenas ações ordinárias
				

Tabela 4.3: Quadro resumo auto-regulação BOVESPA baseado em quadro do site da BOVESPA. Acesso em 22mar08.

4.3.3 Legislação Falimentar – Lei no 11.101/05

A habilidade e disposição de um empresário em comprometer seu patrimônio ao vender parte da participação em sua empresa ou assumir dívida dependem em larga medida dos termos do *funding* a ser obtido: da valorização dos fluxos de caixa futuro, traduzido no preço de seu patrimônio (em ações) e do custo da dívida.

Por outro lado, a disposição do investidor e do credor de tomar o risco da empresa ao comprar suas ações ou lhe conceder crédito vai depender das proteções disponíveis aos investidores e credores. Caso estas proteções sejam inadequadas, tanto em termos de legislação quanto nos instrumentos de “*enforcement*” para reaver o capital e o crédito concedido, o potencial de *funding* para financiamento do capital produtivo estará limitado.

La Porta *et al* (1998) afirma que melhores termos de financiamento deveriam levar a maior valorização das ações das empresas e a mercados de capitais mais amplos, no sentido de que um número maior de empresas teria acesso a eles.

As proteções legais desempenham um papel chave na viabilização do processo de intermediação financeira, possibilitando que as unidades superavitárias ofereçam recursos às unidades tomadoras (empresas) em termos mais razoáveis para ambas as partes.

E conclui com a constatação de que países com melhor arcabouço legal de proteção aos provedores de crédito têm um volume maior de crédito na forma, tanto de maior valorização dos títulos mobiliários quanto em mercado de capitais mais amplos e mais acessíveis.

Como afirma Carvalho (2003), a legislação falimentar ou Lei de Falências é a peça que estabelece as normas e procedimentos a serem adotados quando uma firma se encontra em insolvência financeira.

A insolvência por si só não significa inviabilidade econômica da empresa. Em muitos casos a situação é apenas momentânea, portanto não seria eficiente econômica e socialmente promover sua liquidação. Em contrapartida, há circunstâncias em que a empresa insolvente não apresenta qualquer viabilidade econômica.

A legislação falimentar tem como objetivo primordial induzir escolhas ótimas entre as medidas a serem ministradas às empresas insolventes: reestruturação para as que ainda se mostram viável economicamente e a liquidação para as em condições de total e irrecuperável insolvência. Restando, nestes casos, o conflito distributivo, o concurso dos credores sobre a massa falida.

A antiga legislação falimentar brasileira era fragmentada em demasia, tendo o seu núcleo sido aprovado em 1945. A antiga lei regulava tanto os procedimentos de liquidação (falência), quanto à reorganização (concordata) das firmas comerciais (Funchal & Araújo, 2007).

A 9 de junho de 2005 a nova legislação que regula o processo falimentar brasileiro foi implementada, através da promulgação da Lei nº 11.101/05. A nova lei tinha como objetivos principais reduzir as ineficiências vigentes no antigo processo, eliminando suas principais falhas, dentre elas: 1) fraca proteção aos direitos dos credores; 2) incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa que resultavam em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis; 3) problema da sucessão que reduzia o valor da firma falida; 4) alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

Além do efeito de redução do número de pedidos de falência e de quebras, resultado da aplicação do espírito da nova lei de salvar empresas economicamente viáveis, o efeito mais importante em termos de mercado de capitais e das finanças das empresas, segundo Funchal & Araújo (2007), foi primeiro uma queda média de 22% no custo do crédito; segundo, um aumento de 39% no volume de crédito, sendo 79% no volume de crédito de longo prazo; terceiro, um aumento na variação percentual do crédito tanto de curto prazo quanto de longo prazo; e finalmente, foi evidenciado que tal efeito sobre o crédito é tanto mais forte quanto menor é o tamanho da firma.

4.3.4 Instituto da Arbitragem

O Judiciário brasileiro é uma instituição com sérios problemas, que a despeito do seu tamanho e peso sobre os gastos públicos, permanece, anacronicamente, lenta, ineficiente e distante da grande maioria da população (Pinheiro, 2002).

Conforme indicado no *World Economic Fórum* um judiciário forte, independente, imparcial, ágil, e previsível é um fator importante de competitividade econômica. Pinheiro (2001) define bem quando diz que, quando se protege a propriedade e os direitos contratuais, reduz-se a instabilidade da política econômica e coíbe-se a expropriação pelo Estado estimulando-se o investimento, a eficiência e o progresso tecnológico.

A Lei 9.307 de 1996 recepcionou no Direito Brasileiro o instituto da arbitragem e representou uma importante evolução para os agentes econômicos, que passaram a contar com uma alternativa para solução de controvérsias independentemente das esferas oficiais do judiciário. Na maioria das vezes é uma alternativa para poucos pelos custos envolvidos, só se justificando em disputas envolvendo grandes somas e complexos temas técnicos (Pinheiro, 2001).

4.3.5 Regulamentações da CVM sobre o mercado de emissões privadas

É uma contradição a CVM, órgão regulador das emissões públicas, ter sido chamada pela ausência de outra figura disponível para normatizar e institucionalizar o mercado de emissões privadas da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil. O marco deste processo foi a instrução nº 209 da CVM, publicada em 25 de março de 1994, que dispôs sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

Esta regulamentação lançou as bases legais para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil; estabeleceu o conceito do que é uma empresa emergente; abriu aos investidores institucionais a possibilidade de investir em empresas não listadas em bolsa e possibilitou às empresas dedicadas a gestão de capital de risco a ter tratamento fiscal de fundos, com tributação sobre o resultado financeiro das empresas componentes do seu portfólio (Iha, 2005).

Posteriormente, a 5 de maio de 1999, a CVM promoveu nova regulação através da instrução nº 302, que institucionalizou os chamados Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários, não sendo uma regulação específica para as empresas não listadas em bolsa.

Finalmente, a CVM em mais uma tentativa de acompanhar a crescente demanda por regulamentação desta indústria editou a instrução nº 391 em 16 de julho de 2003. Cerca de 160 projetos, com o comprometimento de US\$2,75 bilhões, haviam sido implementados no Brasil entre 2000 e 2002 (Rocca, 2004) e o mercado clamava por um arcabouço legal, mais adequado para viabilizar o desenvolvimento da indústria nos anos que viriam.

A instrução CVM nº 391 regulou os “FIPs”, Fundos de Investimento em Participações. Estes fundos são autorizados a investir tanto em empresas listadas como em capital fechado e devem participar da gestão das empresas que compõem o seu portfólio, influenciando suas estratégias e a gestão, especialmente através da indicação dos membros do Conselho de Administração de cada companhia. Esta participação se efetiva através da aquisição do bloco de controle ou através de Acordos de Acionistas (Ribeiro, C, 2006), exigindo-se também padrões mínimos de Governança Corporativa das empresas participantes que assim ingressam em um processo de adequação às regras aplicáveis às companhias de capital aberto, já se preparando para eventual abertura do capital via IPO.

Os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) foram aceitos pelo mercado de capitais como instrumentos mais adequados para proteção dos interesses dos

investidores em empresas de capital fechado. Estes fundos passaram a ser os principais veículos de investimento em *private equity & venture capital* no Brasil desde a sua criação, conforme demonstrado na explosão das emissões destes veículos de investimento, que chegaram a 77 em 2007, com volume superior a R\$ 22 bilhões.

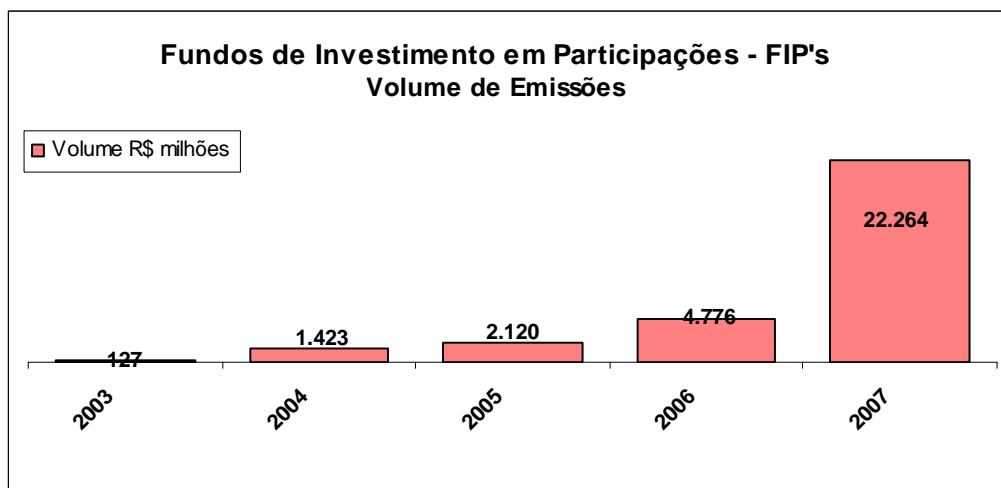


Figura 4.3: Elaboração do autor a partir de dados da CVM. Evolução dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) desde sua criação em 2003.

4.4 Marco Institucional: Sumário

Após analisar a competitividade relativa da economia brasileira - com destaque para a importância dos fatores institucionais para o florescimento dos negócios no Brasil - e descrever as principais reformas promovidas no ambiente institucional brasileiro desde o início dos anos 1990, não se pode deixar de reconhecer a significativa evolução do arcabouço legal brasileiro no esforço de adaptação aos ditames das modernas práticas do mercado de capitais e em particular das exigências do mercado de *private equity & venture capital*.

Conforme balanço de fatores de competitividade do *Global Competitiveness Index*, o esforço do Brasil em moldar o seu ambiente institucional nas últimas duas décadas rendeu frutos com a classificação do país na 46ª posição entre 131 países no tocante à “*proteção dos direitos dos minoritários*”. Para este resultado foram decisivas as reformas da Lei das S.A.s, as iniciativas de auto-regulação do mercado acionário brasileiro (BOVESPA Novo Mercado), especialmente as relacionadas à proteção das posições minoritárias, consideradas referência internacional, e a regulação do mercado de *private equity & venture capital* com a criação dos chamados Fundos de Investimento em Participações (FIP's). Também tiveram papel

marcante, conforme indicado, a reforma da Lei de Falências e a recepção do instituto da arbitragem no arcabouço legal brasileiro.

Em função da grande evolução no marco institucional, o Brasil ocupa uma posição de liderança em termos de ambiente legal e regulatório para a indústria de *PE/VC* na América Latina. Atualmente o Brasil está na 2ª posição no ranking do LAVCA¹⁹ 2008 em termos de ambiente para o florescimento da indústria de *private equity & venture capital*.

No entanto o mesmo LAVCA chama a atenção para limitações, já observadas no ranking de competitividade do *World Economic Forum*, que historicamente tem constrangido o desenvolvimento do empreendedorismo e o investimento em empresas de capital fechado no Brasil. Dentre estas limitações vale destacar: a proteção à propriedade intelectual, a ineficiência do Judiciário, a corrupção percebida e a excessiva burocracia que atravanca os negócios.

Por último é importante destacar o tema da responsabilidade corporativa dos fundos de *PE/VC* no direito brasileiro para com as empresas investidas de seu portfólio. Esta questão vem se constituindo em uma preocupação para os operadores da indústria de *PE/VC*, especialmente entre os gestores e as bancas de advogados que os assessoram. Recentemente, no painel "*Brazilian Legal and Regulatory Framework*"²⁰ promovido pela US Department of Commerce e a ABDI, Marcelo Trindade, ex-presidente da CVM, apontou o tema da responsabilidade dos fundos como um dos fatores limitantes ao desenvolvimento da indústria. No Brasil, os fundos são incorporados mediante o direito brasileiro não como empresas, mas sim como condomínios. Na prática, legalmente, isto significa que na ausência de personalidade jurídica do fundo, o patrimônio dos "condôminos" pode vir a ser afetado em caso de falência ou de outras contingências. Segundo Trindade, o Brasil precisa de uma reforma na legislação nesta área, acima do poder regulatório da CVM, para consagrar o princípio da responsabilidade limitada dos fundos para com as empresas investidas. A evolução do marco institucional faz do Brasil um dos líderes mundiais dentre as economias emergentes, tendo contribuído sobremaneira com o recente reconhecimento do mercado com a concessão do status de "*investment grade*" pelas principais agências de risco (*Standard & Poor's* e *Moody's*)²¹.

¹⁹ Latin America Venture Capital Association – LAVCA.

²⁰ US Brazil Venture Capital & Entrepreneurship Forum organizado pelo US - Department of Commerce e Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) – Ministério do Desenvolvimento; São Paulo; 12/mar/2008. Painel: Brazil Legal & Regulatory Framework.

²¹ Selo de investimento é um título concedido pelas agências de "rating", que indica a capacidade de um país de cumprir seus compromissos (dívida interna e externa).

5 Metodologia

Conforme exposto na revisão da literatura, o presente trabalho segue o caminho clássico de pesquisa científica ao considerar a literatura disponível sobre o fenômeno em questão: contratos em operações de *PE/VC*.

Uma breve revisão das teorias em *financial contracting* é apresentada com foco nas estruturas contratuais mais praticadas no mercado internacional (especialmente, o americano) e brasileiro. O objetivo desta etapa da pesquisa é aprofundar o entendimento sobre os contratos financeiros e as suas cláusulas de alocação de direitos de controle e de fluxo de caixa no alinhamento dos interesses entre a empresa investida e gestores de fundos de *PE/VC*.

O tema sobre a adaptabilidade do modelo de *PE/VC* a diferentes realidades econômico-institucionais é trazido à baila através da visão dos autores institucionalistas, para os quais as variáveis como a origem e a qualidade do sistema legal têm influência sobre o grau de eficiência do poder judiciário dos países. Isto por sua vez guardaria relação com os tipos de contratos praticados em diferentes geografias.

A revisão bibliográfica também ajuda a contextualizar a pesquisa com informações sobre o mercado de capitais do Brasil e da indústria de *PE/VC*, em particular.

Em termos empíricos, o trabalho procura aprofundar os conhecimentos sobre a problemática do alinhamento dos interesses dos fundos *PE/VC* e empresas investidas no ambiente institucional brasileiro, na mesma linha dos trabalhos de Offa (2005) e Ribeiro, C (2006). Para isso promove estudo empírico dividido nas seguintes etapas:

Pesquisa qualitativa exploratória com amostra de modelos de minutas de contratos de operações de *PE/VC*, atualmente em utilização no mercado. O objetivo desta etapa é promover análise estruturada dos contratos utilizados em operações de investimento em *PE/VC* (*term sheets, acordos de acionistas, acordos de investimentos e compra e venda de ações*).

A tipologia de análise dos contratos, adaptada da estrutura proposta por Strömberg & Kaplan em *Financial contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, pretende, à medida do possível, proceder com a análise estruturada dos instrumentos contratuais: características, provisões e outros termos, segmentando a amostra de acordo com o ciclo de vida das empresas, que receberam aporte de fundos de *PE/VC*.

A proposta é se concentrar primordialmente nos quatro estágios de maturação mais comuns, quando da efetivação dos investimentos nas empresas do portfólio, segundo dados do *Private Equity and Venture Capital in Brazil – 1st Census*²², conforme quadro abaixo:

Tabela 5.1: Distribuição de companhias no portfólio de empresas de PE/VC em dezembro, 2004, de acordo com o estágio de maturação quando do primeiro aporte de capital. Tabela preparada a partir do quadro "Portfólio Companies by Stage" in CARVALHO, Antonio Gledson, RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Cláudio V.; *Private Equity and Venture Capital in Brazil – 1st Census*. Estágios são definidos como segue: Seed Capital: usualmente envolvendo uma pequena injeção de capital em uma fase pré-operacional, para o desenvolvimento de um produto, mercados testes ou registro de patentes. Start-up: injeção de capital em empresas em estágio de estruturação, usualmente no primeiro ano de operação, quando os produtos/serviços ainda não estão no mercado. Neste estágio, as companhias começaram a contratação de profissionais e a desenvolver todos os estudos necessários para implementação do seu business plan. Expansão: injeção de capital para expandir as atividades de uma empresa já em operação. Normalmente direcionado para capital de giro, expansão de planta, expansão da rede de distribuição, ou comunicação e campanhas de marketing. Estágio avançado (later stage): aporte de capital em empresas que atingiram taxas de crescimento relativamente estáveis e fluxo de caixa positivo.

Companhias no portfólio por estágio de maturação

Estágio	Número de Firmas	Porcentagem
Venture Capital	204	66,7%
Capital Semente (Seed Capital)	36	11,8%
Estruturação Inicial (Start-Up)	72	23,5%
Expansão (Expansion)	96	31,4%
Private Equity	102	33,3%
Estágio Avançado (Later stage)	42	13,7%
Outros (inclui PIPE's)	60	19,6%
Total	306	100,0%

Dentro da epígrafe **outros** de *private equity* estão as operações ocorridas nos estágios: financiamento para aquisição (*acquisition finance*); tomada de controle pelos executivos da empresa (*management buyout/in*); capital pré-emissão (*bridge finance*) e recuperação empresarial (*turnaround*). Estas operações não foram incluídas na investigação pela baixa representatividade e por não estarem relacionadas diretamente ao objeto central da pesquisa.

A partir da revisão da literatura e da análise da amostra de contratos de PE/VC foram formuladas hipóteses que objetivam em última instância responder às seguintes questões da pesquisa:

- Como viabilizar operações de PE/VC alinhando de forma eficiente os interesses entre as partes dentro do ambiente de negócios e do marco institucional brasileiro?
- Quais são os aspectos econômicos, financeiros e jurídicos relevantes que devem ser considerados na construção do acordo entre fundos PE/VC e empresas

²² Classificação extraída de CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*. São Paulo. Saraiva, 2006.

investidas? Qual a estrutura contratual mais adequada dado o contexto de “*low enforcement*” brasileiro?

- Como são estruturados dentro do contexto brasileiro os incentivos (econômicos e não econômicos) e os instrumentos de proteção das partes em caso de contingências que aumente as possibilidades de efetivação das operações de *PE/VC*?

As hipóteses foram formuladas tendo como pano de fundo o conceito institucionalista de que o ambiente institucional de um país, somado ao seu grau de desenvolvimento, afeta as práticas de negócio, conforme segue:

- A grande quantidade de negócios não concretizados a partir da fase de *due diligence*, conforme gráfico abaixo, guarda alguma relação causal com as limitações do marco institucional brasileiro (origem do direito e sistemas jurídicos e regulatórios);

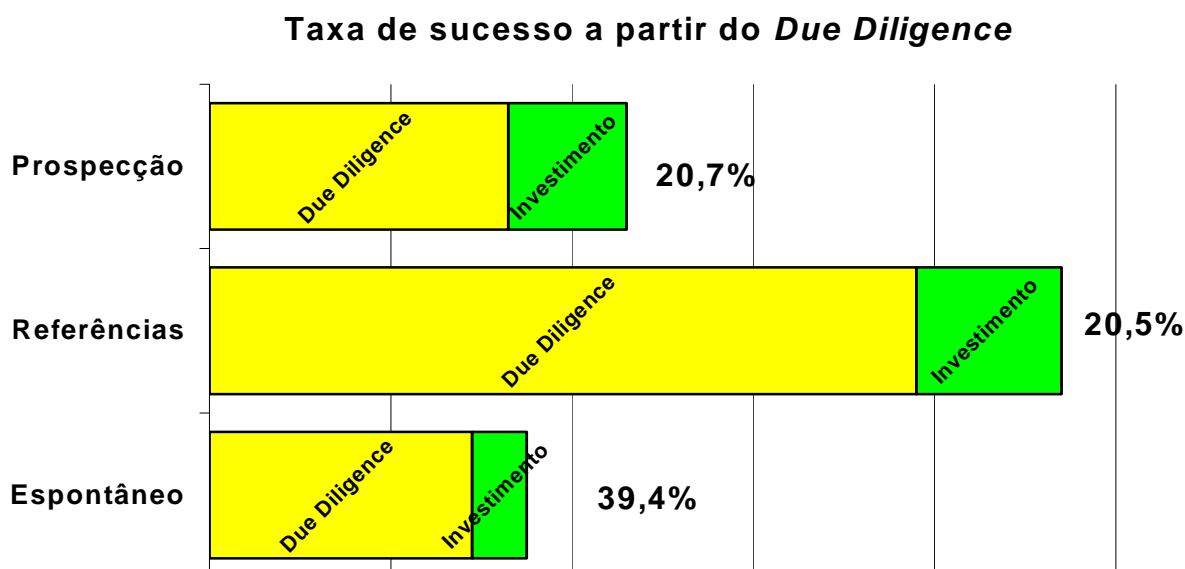


Figura 5.1: Gráfico elaborado a partir de informações extraídas da tabela 3.2 *Project Screening and Success Rate* de CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*. São Paulo. Saraiva, 2006.

- As limitações das instituições legais e regulatórias afetam a composição dos portfólios de empresas investidas dos fundos de *PE/VC* com a predominância de investimentos em firmas mais maduras, onde há maiores evidências da performance da empresa e, conseqüentemente, maiores proteções e alternativas de saída (*divest*);
- Em economias em desenvolvimento, as chamadas economias em transição, que apresentam limitações em seus sistemas legais e estruturas jurídicas, contratos altamente flexíveis, direitos de controle e monitoramento após o investimento, assim como cláusulas claras de saída, são essenciais para o fomento de maiores iniciativas de *private equity & venture capital*;

- O sistema legal e estrutura jurídica têm influência sobre as estruturas dos contratos financeiros entre fundos de PE/VC e empresas investidas no tocante à alocação de direitos de controle e fluxo de caixa.

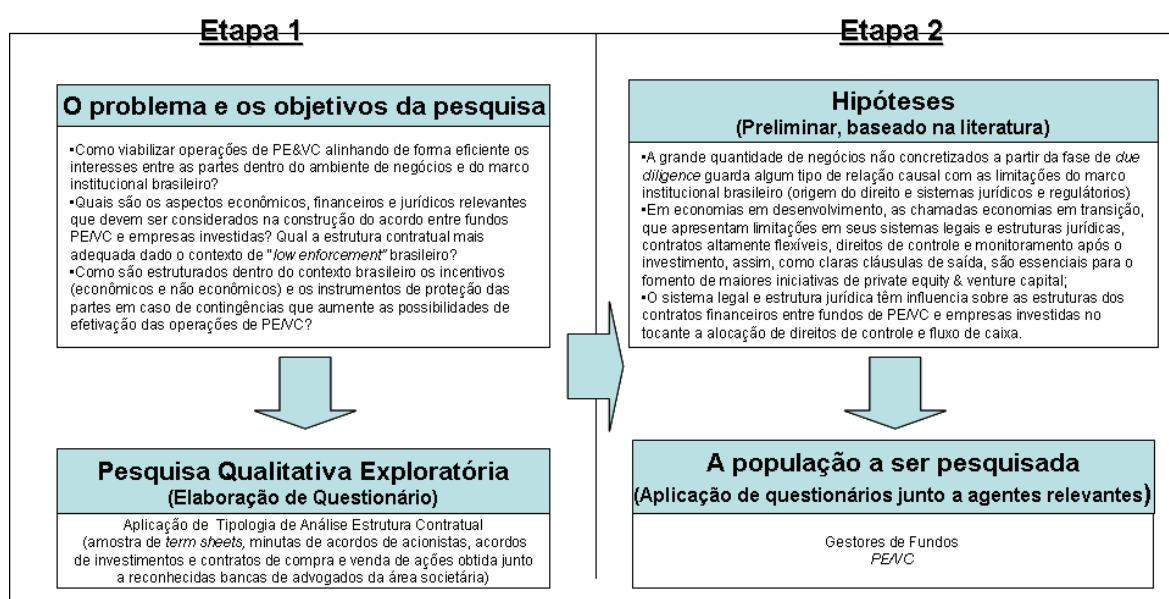
Estas hipóteses foram testadas através da aplicação de questionário junto à população de gestores de fundos de PE/VC²³. O objetivo desta etapa da pesquisa era obter as perspectivas dos agentes operadores do mercado, diretamente envolvidos no processo de negociação dos acordos de PE/VC com as empresas investidas, sobre as limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional brasileiro. E se há, na visão deles, um modelo / estrutura de contrato mais recomendado para operações de PE/VC.

A seguir, apresenta-se desenho esquemático da metodologia de pesquisa:

Figura 5.2: Desenho esquemático da metodologia de pesquisa, Modelo elaborado pelo autor a partir dos conceitos apresentados por CHAGAS, Anivaldo Tadeu Roston in “O Questionário na Pesquisa Científica”.

http://www.fae.br/cur_psicologia/literaturas/O%20QUESTION%C1RIO%20NA%20PESQUISA%20CIENT%PDFI.

Acesso em 14ago07.



²³ A partir da lista de 89 organizações de PE/VC, conforme dados recentemente divulgadas pelo GVcepe na revista Valor Financeiro Especial. Set07, Ano 6, nº 7.

6 Tipologia de Análise de Estruturas Contratuais

6.1 Descrição da amostra

Foi conduzida pesquisa qualitativa exploratória através de amostra de minutas de contratos de operações de PE/VC atualmente em utilização no mercado. O objetivo desta etapa era promover análise estruturada dos contratos de PE/VC, com o suporte técnico de renomadas bancas de advogados especializadas em direito societário. Oito (8) bancas foram convidadas a participar da pesquisa. Solicitou-se que fossem disponibilizadas, “*term sheets*” (protocolos de intenções) e minutas de acordos de acionistas, acordos de investimentos e contratos de compra e venda de ações de operações de PE/VC ocorridas recentemente, mesmo sem identificação das partes, valores ou qualquer outra informação que revele o negócio celebrado. Cinco (5) dos escritórios responderam à solicitação, enviando treze (13) instrumentos contratuais entre “*term sheets*”, acordos de acionistas, acordos de investimentos e contratos de compra e venda de ações e outras avenças de operações de PE/VC, conforme quadro abaixo:

Tabela 6.1: Relação de bancas que foram convidadas a participar da pesquisa e documentos obtidos na amostra.

Bancas de Advogados	Amostra Documentação
Camilo Sicherle & Associados	“ <i>Protocolo de Intenções</i> ”
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. & Quiroga Advogados	“ <i>Estrutura de Investimento/Financiamento Proposta</i> ” “ <i>Indicative Term Sheet</i> ”
Levy & Salomão Advogados	“ <i>Partes, Investimentos e Estrutura de Transação</i> ” “ <i>Purchase Agreement</i> ”
Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados	“ <i>Quota Purchase Agreement</i> ” “ <i>Acordo de Acionistas</i> ”
Demarest & Almeida Advogados	“ <i>Acordo de Acionistas</i> ” “ <i>Acordos de Investimentos e Outras Avenças</i> ”
Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch Advogados	“ <i>Acordos de Investimentos e Outras Avenças</i> ” “ <i>Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças</i> ”
Pinheiro Neto Advogados	“ <i>Acordo de Acionistas das Companhias</i> ”
Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados	“ <i>Acordo de Acionistas</i> ”

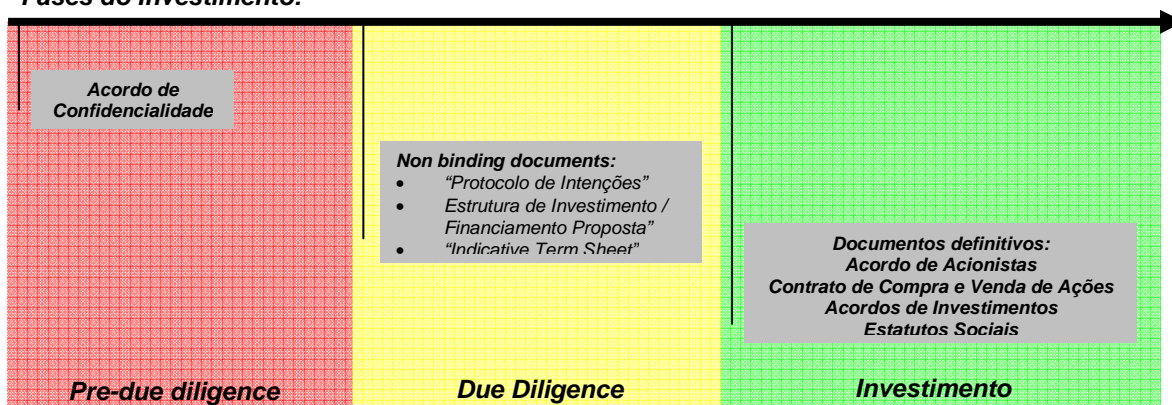
6.2 Instrumentos contratuais objeto da amostra

De acordo com a legislação vigente que regula a constituição e o funcionamento das sociedades por ações (Lei 10.406, Código Civil, e subsidiariamente a Lei Nº 6.404/1976, Lei das S.A., alterada pela Lei Nº 10.303/2001) e as práticas do direito societário, os principais instrumentos contratuais que regem a relação entre os acionistas e potenciais investidores são os acordos de investimentos, e seus respectivos contratos de compra e venda de ações, e os acordos de acionistas. Estes acordos e contratos são o que se convencionou chamar nas operações de PE/VC de documentação definitiva, nos quais os termos finais da operação objeto entre as partes são formalizados, concluindo assim todo o processo legal para a efetivação do aporte de capital do investidor na companhia investida.

Precedendo à documentação definitiva, as operações de PE/VC são formalizadas conforme o quadro esquemático a seguir. Na fase *pre-due diligence* um acordo de confidencialidade é assinado entre as partes quando se iniciam as primeiras tratativas objetivando celebrar o investimento na companhia em questão. O negócio ainda está em prospecção e o fundo de PE/VC vai promover uma primeira avaliação da companhia analisando se esta oferece as condições mínimas para receber um aporte de capital. Nesta fase é conduzida a avaliação do valor da companhia e as condições gerais da administração e as potenciais contingências.

Figura 6.1: Representação esquemática das fases do processo de negociação para investimento em PE/VC. Elaborado pelo autor a partir das amostras de contratos e das entrevistas com advogados.

Fases do Investimento:



Os resultados da abordagem preliminar são o indicativo de valor da companhia, as alternativas de aporte e estrutura societária e as condições gerais de governança exigida pelos investidores para efetivar o investimento na potencial companhia

investida. Todos estes aspectos da operação são propostos nos chamados *non binding documents*. Estes documentos têm como objetivo apresentar uma primeira tentativa de regular os termos e condições para a constituição da sociedade entre as partes (sócios fundadores e investidor). O termo *non binding* é utilizado, em função de que a assinatura dos referidos instrumentos pelas partes não constitui acordo ou compromisso de qualquer uma delas de vir a efetivar a operação em avaliação. Nenhuma das partes está obrigada em relação à outra até e desde que os documentos definitivos venham a ser celebrados.

O principal documento desta fase é a chamada *“Term Sheet”*. Em geral, durante um processo de investimento, este é um dos primeiros documentos a ser preparado. Um *“Term Sheet”* é um documento relativamente curto (3 a 10 páginas) que apresenta os principais termos e condições de um investimento proposto, conforme termos do Guia LAVCA para *Term Sheets de Venture Capital e Private Equity*. A ideia de um *“Term Sheet”* é colocar de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação e criar um quadro para auxiliar o preparo dos documentos definitivos do investimento.

Na fase *due diligence* iniciada com a proposição da documentação *non-binding* são concluídas as negociações dos termos da proposta de estrutura de investimento e são realizadas as auditorias legal (cível, tributária, trabalhista, marcas & patentes etc.), financeira e contábil.

Uma vez concluídos os termos da negociação, e desde que pareceres favoráveis quanto a todas as auditorias (*due diligence*), necessárias à natureza do negócio em questão, tenham sido obtidos, as partes estão prontas para celebrar a documentação definitiva. Após a celebração destes acordos, o investimento poderá ser realizado (fase do investimento).

Nas seções seguintes descreve-se a estrutura dos acordos de investimento e acordos de acionistas, suas partes constitutivas e definições.

6.3 Acordos de Investimentos

Os chamados acordos de investimentos e outras avenças, também chamados de contratos de subscrição (ou compra e venda de ações) estabelecem como objeto (1) os termos e condições para aquisição conjunta de determinada participação no capital de uma companhia, expresso em ações ou quotas de participação (*investimento*) e (2) a regulação de determinados aspectos da futura relação como acionistas da companhia ora investida. A estrutura geral de acordos de acionistas é apresentada no quadro a seguir:

Tabela 6.2: Partes constitutivas de um típico acordo de investimento e as definições de suas partes. Quadro baseado nas amostras de acordos de investimentos na pesquisa junto às bancas participantes.

Acordos de Investimento	
Partes Constitutivas	Definições
Objeto	Termos e condições gerais para aquisição da participação no capital e regulação de aspectos gerais da futura relação entre os acionistas.
Avaliação da Companhia (Preço das Ações)	Pressupostos da avaliação para fins da fixação do valor do investimento: <i>valuation method</i> ; ponderação em participações em outras sociedades; deduções pelo financiamento da operação; previsões relativas a excedentes de caixa quando do fechamento da operação etc.
Condições para o fechamento da operação	<ul style="list-style-type: none"> Os procedimentos que deverão estar celebrados e devidamente formalizados quando do fechamento: assinatura do contrato de compra e venda de ações; aditamento ao acordo de acionistas (extensão de garantias, tratamento a variações contábeis, indenizações por contingências na data de fechamento etc); acordo de acionistas (governança e demais cláusulas relativas aos direitos e deveres dos acionistas); Realização de auditoria financeira, contábil e legal (<i>due diligence</i>) e não apuração de contingências superiores a certo limite que já não estejam refletidas no balanço patrimonial; Outras condições: liberação de empréstimos, aprovação por órgão regulador etc. Rito ou etapas a serem seguidas para a consecução dos investimentos.
Declarações e Garantias	As partes declaram e garantem: <ul style="list-style-type: none"> Titularidade das ações da companhia Capacidade para contratar Validade e exequibilidade dos termos contratuais Ausência de violação de Lei Consentimentos Ausência de litígio Constituição e situação irregular da companhia

Estratégias de Saída e Ajustes de Participações	<ul style="list-style-type: none"> • Direito a solicitação de oferta pública das ações (IPO) e seus requisitos; • Ajuste de participações vinculados à performance (Faturamento, EBITDA, por exemplo), mediante ao exercício de opção de compra de ações; • Aquisição ou Resgate de Ações favorecendo um dos acionistas, caso o IPO não seja efetivado em prazo determinado. Obrigação a ser realizada pelos demais acionistas ou pela própria empresa (ações em tesouraria ou cancelamento).
Partes Constitutivas	Definições
Responsabilidade e Indenização	Obrigações de indenização sobre eventuais contingências da companhia e/ou de suas controladas não registradas e/ou provisionadas no balanço patrimonial quando do fechamento.
Outras avenças: exclusividade, confidencialidade, publicidades e outras restrições	<ul style="list-style-type: none"> • Restrições a outras tratativas relacionadas ao controle acionário e/ou alienação, cessão, transferência ou arrendamento de direitos e/ou ativos da companhia; • Compromisso de divulgação dos termos do acordo e das informações a que tiveram acesso as partes; • Regulação sobre qualquer nota publicitária sobre o presente acordo.
Solução de controvérsias	Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito processual a ser seguido.

6.4 Acordos de Acionistas

Conforme o caput do art.118 das Leis das S.A. os acordos dos acionistas têm como objeto a compra e venda de suas ações, direito de preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto, ou o poder de controle. Em outros termos, os acordos de acionistas encerram em detalhes as bases da governança das sociedades por ações, tendo por objeto os direitos e obrigações dos acionistas entre si e perante a companhia. Segue abaixo quadro com a estrutura geral dos acordos de acionistas:

Tabela 6.3: Partes constitutivas de um típico acordo de acionista e as definições de suas partes. Quadro baseado nas amostras de acordos de acionistas na pesquisa junto às bancas participantes.

Acordos de Acionistas	
Partes Constitutivas	Definições
Objeto da companhia	Concordância quanto ao objeto social da empresa, conforme estatuto social.
Assembléias de acionistas	<ul style="list-style-type: none"> • Regras quanto à convocação e instalação de acordo com a lei e com o estatuto social; • Definição do escopo de deliberação, matérias de competência da assembléia de acionistas.
Administração da companhia	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração: constituição e composição, funcionamento e competência; • Diretoria: composição e definição dos poderes de representação, administração e gestão dos negócios sociais, podendo, na forma prevista no estatuto social, validamente obrigar a companhia, praticando todos os atos e operações necessárias à realização dos objetivos sociais, e deliberar sobre todos os atos e operações que não sejam de competência exclusiva da assembléia geral ou do conselho de administração.
Direito de voto	<ul style="list-style-type: none"> • Determinação do direito de voto por ação, acionistas e participações de acionistas; • Definição das matérias que exigem quorum qualificado de votação (maioria e/ou representação dos acionistas).
Emissão, transferência, alienação e/ou oneração de ações.	<ul style="list-style-type: none"> • Restrições e/ou limitações à emissão de novas ações (<i>anti-dilution clauses</i>); • Direito de preferência em caso de emissão de novas ações nos termos do art. 171 da Lei das S.A.; • Restrições à transferência de ações e quaisquer ônus ou gravames sobre as ações (penhor, caução, usufruto, alienação fiduciária, fideicomisso, acordo de acionistas, oferecimento à penhora, preferência, promessa de venda, cláusula de inalienabilidade ou impenhorabilidade); • Direito de venda conjunta (<i>"tag along rights"</i>); • Direito de imposição de venda conjunta (<i>"drag along rights"</i>).
Outras avenças dos acionistas (não-concorrência, exclusividade e confidencialidade)	<ul style="list-style-type: none"> • Compromisso dos fundadores da companhia investida enquanto detiverem participação na companhia, e por um período de tempo determinado, de não promover ou se envolver comercial e/ou financeiramente em qualquer atividade ou negócio que seja substancialmente o mesmo ou que seja concorrente com o negócio da companhia; • Compromisso das partes a apresentar oportunidades de investimento relacionadas à atividade da companhia exclusivamente para a companhia.
Solução de conflitos	<ul style="list-style-type: none"> • Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito do processo arbitral a ser seguido.

6.5 Estatutos Sociais

Os Estatutos Sociais estabelecem as diversas séries de ações e os direitos ligados a elas, as estruturas de governança corporativa, os direitos e obrigações dos administradores, as pessoas ou grupos dentro da estrutura societária, assim como fornecem regras para gestão do dia-a-dia²⁴. Algumas das disposições de proteção (“*protective provisions*”) no Acordo de Acionistas podem estar contidas, ou mesmo repetidas, nos Estatutos Sociais.

6.6 Metodologia de Análise e Limitações da Amostra

Como base de análise dos instrumentos contratuais obtidos na pesquisa, foi utilizada a metodologia desenvolvida por Strömberg & Kaplan em *Financial contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. A intenção era desenvolver uma tipologia de análise dos contratos de forma a identificar as suas principais estruturas e características, bem como sustentação legal e, a partir daí, fazer inferências sobre quais modelos de contratos seriam possíveis ou mais recomendados no ambiente de negócios do Brasil. Para uma referência dos papéis de trabalho utilizados durante a tabulação dos dados, ver Anexo A.

6.6.1 Limitações da pesquisa

Antes de seguir na apresentação e análise dos resultados é importante apresentar algumas limitações da presente pesquisa. Era intenção segmentar os respectivos instrumentos de acordo com o ciclo de maturação das empresas investidas (*seed capital, start-up, expansion, e later stage*)²⁵, mas, em virtude das dificuldades enfrentadas na obtenção dos dados, relacionadas à confidencialidade dessas operações e ao tamanho reduzido da amostra, não foi possível proceder com esta pretendida segmentação. As amostras de contratos obtidas foram de operações em empresas investidas, que ao celebrarem os referidos acordos estavam, em sua maioria, em fase de expansão (*expansion*) ou em fase pré-abertura de capital (*later stage*). Esta ressalva se justifica, pois a assimetria de informações entre os fundos

²⁴ Nos termos do Guia LAVCA para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity.

²⁵ (Capital semente, estruturação inicial, expansão e estágio avançado).

de PE/VC e os fundadores deve ser maior em companhias em fase inicial de operação, as chamadas *start-up's*, do que em companhias mais consolidadas. Ou seja, *venture capitals* em fase avançada de maturação (*post-revenue*) ou os chamados *private equities* avaliando alternativas de abertura de capital. As incertezas relativas à viabilidade do negócio e ao comportamento dos sócios após a efetivação do investimento devem influenciar a estrutura dos incentivos econômicos formalizados nos contratos entre fundos de PE/VC e acionistas fundadores.

6.6.2 Segregação de direitos entre empresários e fundos de PE/VC

As operações de PE/VC se desenvolveram especialmente nos Estados Unidos como uma importante fonte de financiamento de capital para empresas, que de outra forma teriam dificuldade de atrair investimentos. Essas empresas são aquelas em estágio inicial de operação, com considerável grau de incerteza e de assimetria de informações entre o empresário e o investidor. Mais ainda, como indica Gompers & Lerner (2001), essas empresas possuem estrutura de ativos formada em grande parte por intangíveis e operam em mercados em rápida mutação, como é o caso das empresas ligadas aos setores de alta tecnologia.

Os fundos de PE/VC buscam explorar ineficiências de mercado, através do financiamento de projetos de alto risco e potencial alto retorno, comprando cotas de participação em ações, enquanto o capital dessas empresas ainda é fechado.

A indústria de PE/VC desenvolveu uma variedade de instrumentos para alinhar os interesses entre empresários e investidores. Para superar os problemas, patologias, nas palavras de Gompers & Lerner, que podem surgir nas diferentes etapas de investimento. Os referidos instrumentos estão relacionados aos investimentos - normalmente estruturados em fases - às garantias, e ao conceito de segregação de direitos, advindo das teorias de *financial contracting*.

O financiamento via PE/VC permite a segregação de direitos sobre fluxo de caixa, direitos de representação e de voto, direitos de liquidação, e outros direitos de controle. Essa alocação de direitos deve ser cuidadosamente conduzida através de contratos financeiros que visam a alinhar os incentivos e mitigar os riscos de conflito agente-principal entre o investidor e o empresário, como demonstraram Sahlman (1990) e Strömberg & Kaplan (2002).

Em teoria, os direitos são alocados de tal forma que, se o desempenho de companhia for insatisfatório, o *PE/VC* obtém controle total da operação. À medida que a companhia melhora seus resultados, o empresário preserva / recupera uma parcela maior dos direitos sobre o fluxo de caixa e de controle. No limite, o *PE/VC* pode vir a abdicar da maior parte dos seus direitos de controle e liquidação, caso a empresa tenha uma performance excepcional.

A separação desses direitos no processo de financiamento de *PE/VC* se dá através de diferentes tipos e classes de ações e provisões contratuais e cláusulas contingentes, que são apresentadas a seguir.

6.6.3 Tipos e classes de ações

Os títulos mobiliários utilizados em operações de *PE/VC* são estruturados de forma a proporcionar diferentes alocações de direitos sobre fluxo de caixa, de voto, de representação e de liquidação.

O modelo norte-americano de *PE/VC* privilegia o uso de ações preferenciais conversíveis. Strömberg & Kaplan (2002), consistente com Gompers (1998) e Sahlman (1990), demonstraram a predominância desta classe de ações nos Estados Unidos. Em pesquisa com 213 operações de investimentos em *PE/VC* ocorridas entre 1986 e 1999, verificou-se que 95,2% delas utilizavam esta classe de ações. Em 78,9% destas operações as preferenciais conversíveis figuravam como a única classe de ação e em apenas 3% dos casos elas não faziam parte da estrutura de financiamento proposta.

Esta predominância das preferenciais conversíveis nas operações de *PE/VC*, que guarda explicações, inclusive de caráter tributário para o caso americano, como demonstrado por Gilson e Schizer²⁶, parece ser muito mais um fenômeno norte-americano do que uma verdade da indústria mundo afora. Os mesmos Strömberg & Kaplan (2003), ao analisarem investimentos em *PE/VC* em 21 países de diferentes origens e regimes legais²⁷, constataram que em apenas 53,8% destas operações as

²⁶ Gilson, R. & Schizer, D. in Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock. Feb. 2002. Columbia Law School. Working Paper No. 199. Os autores demonstraram que a predominância de ações preferenciais conversíveis é explicada também pelos benefícios fiscais advindos de seu uso como diferimento de impostos e alíquotas diferenciadas em compensações aos executivos e empreendedores.

²⁷ Em "How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?", Strömberg & Kaplan analisaram 145 investimentos em 107 companhias em 23 países de 70 diferentes grupos de VC. A amostra foi organizada por país e origem legal. Os investimentos analisados são predominantemente de países europeus e asiáticos de diferentes sistemas legais common law, civil law, German, law e Scandinavian law. Há também 5 observações de investimentos em países do antigo bloco comunista.

ações preferenciais conversíveis figuravam como um dos títulos mobiliários transacionados. Na pesquisa promovida por Lerner e Scholar (2004) com transações de PE/VC em países em desenvolvimento, a representatividade das ações preferenciais conversíveis era de 21%, com as ordinárias ficando como a classe de ações mais representativa com 55%.

As ações preferenciais conversíveis em função de suas características especiais em comparação às demais classes de ações, no que tange aos direitos de liquidação, à distribuição de dividendos e à separação de direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa são utilizadas como instrumento de incentivos e para enfrentar os potenciais problemas de agência na relação entre investidores e empresa investida. Como Gompers & Lerner (2001) afirmam, os títulos conversíveis (*dívida ou equity*) são usados para tratar as patologias advindas da assimetria de informações e principalmente das incertezas envolvidas nessas espécies de investimentos. Assim, os contratos devem ser estruturados com classes de ações que permitam a maximização da flexibilidade, minimizando assim os problemas de agência. Neste sentido, as ações preferenciais conversíveis proporcionam maior proteção aos grupos de PE/VC do que outras classes de títulos, ao possibilitarem estruturas contratuais que funcionam como uma sequência de opções que vão sendo exercidas à medida que as incertezas em relação à empresa investida vão se dirimindo.

6.7 Observações

6.7.1 Tipos e Classes de Ações

Na análise dos instrumentos contratuais na presente pesquisa, verificou-se uma predominância de ações ordinárias com oito (8) observações entre as treze (13) amostras de instrumentos contratuais; duas (2) observações com ações preferenciais e preferenciais conversíveis; uma (1) observação de bônus de subscrição, acompanhado de preferenciais; e uma (1) observação de debênture conversível acompanhado de ações ordinárias. Além disso, dois (2) dos instrumentos contratuais tratavam de quotas de participações em companhia limitada.

Apesar das limitações da presente amostra, pode-se dizer que os resultados são similares aos obtidos por Ribeiro, C (2006). Nesta recente pesquisa que entrevistou gestores de sete

(7) fundos de PE/VC atuantes no Brasil, responsáveis por 112 operações de investimentos, verificou-se que, diferentemente das estruturas de financiamento observadas em operações de PE/VC nos Estados Unidos que privilegiam as ações preferenciais conversíveis, as ações mais utilizadas no Brasil são as ordinárias.

Mas estaria este uso limitado das ações preferenciais conversíveis relacionado a alguma restrição imposta pelo sistema jurídico ou legislação brasileira? Ribeiro, C (2006) ao testar a hipótese de que o uso de ações preferenciais conversíveis, pela sua complexidade e alta dependência em provisões contratuais seria um indicativo da qualidade do ambiente legal de um país, demonstrou que no Brasil não há nenhuma restrição legal ao uso de qualquer espécie de título mobiliário, ou contratação de qualquer provisão relacionada a contingências e direitos de controle.

Segundo a Lei Nº 6.404/1976, Lei das S.A., alterada pela Lei Nº 10.303/2001 as sociedades anônimas podem emitir ações ordinárias (art.15) ou preferenciais (art.15 e 17), bônus de subscrição (art.75), debêntures (art.52), conversíveis ou não em ações (art.57), e preferenciais conversíveis (art.22). Também não há nenhuma restrição quanto à criação de diferentes classes de ações, sejam elas ordinárias ou preferenciais (art.15, § 1º). Eventuais restrições de direito para uma determinada classe de ações, como as preferenciais que não possuem direito a voto, podem ser tratados pela legislação brasileira via acordo de acionista - que pode estabelecer benefícios adicionais aos acionistas preferenciais com direitos de votos restritos, por exemplo.

O quadro abaixo apresenta um resumo dos resultados da análise da amostra, bem como resumo dos dispositivos legais relacionados:

Tabela 6.4: Definições, dispositivos legais e observações para os tipos e classes de ações.

Tipologia de Análise Estruturas Contratuais – Tipos & Espécies de Ações			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Observações na amostra
Espécies e classes de ações	Espécies de títulos mobiliários emitidos pela empresa investida	A Lei das S.A. (Nº 6.404 & 10.303), art. 15 prevê três espécies de ações: ordinárias, preferências (art.17) e/ou de fruição. Além destas espécies, as sociedades anônimas podem emitir bônus de subscrição (art.75), debêntures (art.52), conversíveis ou não em ações (art.57), e preferenciais conversíveis (art.22).	Predominância de ações ordinárias: <ul style="list-style-type: none"> ▪ 8 observações de ações ordinárias; ▪ 2 observações de ações preferências e preferências conversíveis; ▪ 1 observação de bônus de subscrição acompanhando operação com preferenciais ▪ 1 observação de debênture conversível acompanhando ações ordinárias ▪ 2 operações com quotas de participação em limitada (Ltda.).

6.7.2 Direitos sobre o fluxo de caixa (Cash Flow Rights)

Os direitos sobre o fluxo de caixa referem-se à fração do patrimônio da companhia investida sobre a qual o investidor e os executivos têm direito. Os investidores em PE/VC geralmente fazem seus investimentos no estágio inicial de empresas que passam por fase de crescimento acelerado. Segundo a Guia LAVCA para *Term Sheets* de Venture Capital e Private Equity, o objetivo é fazer a empresa crescer e aumentar seu valor, para que se obtenha um retorno sobre o capital investido (*Return On Invested Capital - ROIC*) quando do desinvestimento – em geral buscando um valor múltiplo dos valores investidos. Como bem apontam Strömberg e Kaplan (2002), estes direitos são muito difíceis de serem medidos, em função do seu caráter quase sempre contingente vinculado à performance da empresa ou à permanência na mesma. Nas transações de PE/VC nos Estados Unidos os fundos investidores asseguram para si em média 50% dos direitos sobre o fluxo de caixa, ficando o fundador da companhia investida com 30% e outros com 20%, segundo os mesmos autores.

O direito sobre o fluxo de caixa na legislação brasileira é considerado como um dos direitos essenciais do acionista, conforme art. 109 da Lei Nº 6.404/1976, “Lei das S.A.” que determina que nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão privar os acionistas preferenciais ou ordinários dos direitos de participar dos lucros sociais e do acervo da companhia, em caso de liquidação.

Os instrumentos contratuais analisados na maioria dos casos não apresentam vinculação de nenhuma espécie quanto aos direitos sobre fluxo de caixas. Em três (3) observações figuram cláusulas contingentes de ajuste de participação vinculada à performance financeira que indiretamente refletem nos direitos sobre o fluxo de caixa da companhia investida. Também não foram constatados dispositivos para ampliar os dividendos preferenciais, através do estabelecimento de parcela *pro rata* dos dividendos pagos para todas as classes de ações com direito a voto, além dos dividendos preferenciais; ou cláusulas de dividendo crescente para encorajar a empresa a trabalhar em direção ao desinvestimento e para auxiliar os investidores a recuperarem parte de seu capital, caso a empresa não obtenha êxito, conforme Guia LAVCA.

Tabela 6.5: Definições, dispositivos legais e observações para os direitos sobre o fluxo de caixa.

Tipologia de Análise Estruturas Contratuais – Direitos sobre Fluxo de Caixa			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Observações na amostra
Direitos sobre o fluxo de caixa (Cash flow rights)	Provisão contratual referente aos direitos sobre os fluxos de caixa futuros da companhia investida.	A Lei das S.A. (№ 6.404), artigo 109 estabelece o direito dos acionistas à participação nos lucros da sociedade.	Na maioria das observações não há vinculação de nenhuma espécie quanto ao direito sobre o fluxo de caixa futuro da companhia. Em 2 observações figuram cláusula de ajuste de participação vinculada à EBITDA e 1 observação de ajuste de participação do diretor executivo (fundador) vinculada à performance que indiretamente reflete sobre o direito sobre fluxo de caixa.

6.7.3 Direitos de Voto e Representação

O direito de controlar ou tomar decisões estratégicas e de negócios da empresa é dado pelos chamados direitos de voto e de representação. O direito de voto mede o percentual de votos necessários para se efetivarem decisões corporativas. O direito de representação, por sua vez, refere-se à composição do conselho de administração (*Board*) de acordo com os interesses dos controladores da empresa.

Quanto ao direito de voto, a Lei das S.A.s estabelece em seu art. 110 que cada ação ordinária corresponde a um voto nas deliberações da assembléia geral e define que as ações preferenciais poderão ser desprovidas do direito de voto, ou vê-lo restrito por deliberação do estatuto (art. 111). Em referência ao direito de representação, os artigos 138, 139 e 140 da Lei das S.A. regulam a administração da companhia, definindo seus poderes e a composição do conselho de administração.

Dentre os instrumentos contratuais que compunham a amostra, foram analisados acordos de acionistas e acordos de investimentos, os quais apresentavam direitos de voto na proporção de uma ação, um voto em 100% das observações. O mesmo se aplicando à composição do conselho de administração. Tanto para direito de voto quanto direito de representação não foi verificada cláusula contingente expressa vinculando estes referidos direitos a qualquer medida de desempenho, vencimento de prazo, permanência (*vesting clauses*) etc. Assim como para os direitos sobre o fluxo de caixa, os direitos de votos e de representação podem ser afetados por cláusulas de ajuste de participação vinculadas à performance, como as verificadas nas 3 observações já citadas.

Os direitos relacionados à participação, nesses casos, são automaticamente afetados, uma vez verificadas as condições para a efetivação do ajuste de participação.

Tabela 6.6: Definições, dispositivos legais e observações para os direitos de voto e representação.

Tipologia de Análise Estruturas Contratuais – Direitos de Voto e Representação			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Observações na amostra
Direito de votos (<i>Voting rights</i>)	Alocação do controle entre as partes (sócios fundadores e investidores): % votos necessários para efetivação das decisões.	O direito de voto caberá as ações ordinárias na proporção um voto por ação nas deliberações da assembleia geral segundo artigo 110 da Lei das S.A. (Nº 6.404 & 10.303).	Os acordos de acionistas analisados apresentam cláusulas que disciplinam o direito de voto entre os acionistas na proporção de uma ação, um voto. Não se verifica nenhuma vinculação do direito de voto em função de qualquer medida de desempenho, vencimento de prazo (<i>founder vesting</i>) etc. Em 2 observações figuram cláusula de ajuste de participação vinculada à EBITDA e 1 observação de ajuste de participação do diretor executivo (fundador) vinculada à performance.
Direitos de representação (Conselho de Administração)	Composição do Conselho de Administração de acordo com os interesses das partes (sócios fundadores e investidores).	Os artigos 138, 139 e 140 da Lei das S.A. (Nº 6.404 & 10.303) regula a administração da companhia, definindo seus poderes e a composição do conselho de administração.	Os direitos dos acionistas quanto à composição do conselho de administração é encontrada em cada um dos acordos de acionistas analisados. Não foi verificado o condicionamento ou a vinculação do direito de representação em função de qualquer medida de desempenho, vencimento de prazo (<i>founder vesting</i>) etc. Em 2 observações figuram cláusula de ajuste de participação vinculada à EBITDA e 1 observação de ajuste de participação do diretor executivo (fundador) vinculada à performance.

6.7.4 Direitos de Liquidação e Resgate (*Liquidation Rights e Redemption*)

Ao contrário dos direitos residuais sobre o fluxo de caixa, que correspondem ao direito de participar nos resultados econômicos gerados pelo empreendimento em condições normais de operação, os chamados direitos de liquidação e resgate se referem ao direito de preferência, caso seja necessário liquidar a operação.

Em Strömberg & Kaplan (2002) verifica-se essa condição em praticamente 100% das operações analisadas. Os investidores detêm direitos de liquidação que são superiores aos das ações ordinárias dos fundadores. Também se constatou que o valor do direito de liquidação é igual ou superior ao aporte de capital na empresa investida.

De forma a reforçar o valor dos direitos de liquidação (*liquidation claims*), é praxe no mercado americano fazer com que os dividendos das ações preferenciais sejam

cumulativos, ou seja, os valores são provisionados e adicionados ao direito de liquidação (presente em 44% das operações). Também é praxe a utilização das chamadas ações preferenciais conversíveis com direito de participação (*participating convertible preferred stocks*)²⁸ ou a combinação de ações ordinárias e ações preferenciais (48%). Em ambos os casos, o investidor em PE/VC não apenas têm a preferência na liquidação, mas também participação sobre qualquer valor residual da empresa após a liquidação de todos os direitos preferenciais (*senior claims*).

Os direitos de resgate (*redemption rights*) são também usados como forma de reforçar os direitos de liquidação. Após um período de tempo, os investidores podem exigir que a empresa investida resgate a participação dos investidores pelo valor de liquidação. A pesquisa de Strömberg & Kaplan (2002) indica que aproximadamente 80% dos investimentos em PE/VC nos Estados Unidos contam com esse dispositivo.

Antes de apresentar a análise dos instrumentos contratuais - direitos de liquidação e resgate - vale notar que os dispositivos relativos a estes direitos, embora presentes nas operações realizadas em outras partes do mundo, (Strömberg & Kaplan, 2003), são bem menos representativos comparado aos dos Estados Unidos. O uso de dispositivos de direito de resgate (*redemption rights*), por exemplo. Enquanto nos Estados Unidos verifica-se a utilização deste instrumento em 80% dos casos, fora dos Estados Unidos apenas 35% das operações apresentam cláusulas contratuais com este instrumento (Strömberg & Kaplan, 2003).

Quanto aos direitos de liquidação e resgate, a Lei das S.A.s estabelece no art. 109, II, que o acionista tem direito de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação. Os acordos dos acionistas, segundo o art.118 das Leis das S.A. têm como objeto a compra e venda de suas ações, direito de preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto, ou o poder de controle, fundamentando, portanto, qualquer acordo quanto à preferência em caso de liquidação ou dispositivos de resgate de participações desde que o mesmo seja lícito. Apesar do direito de resgate estar sujeito a algumas restrições legais no Brasil, estruturas semelhantes ao resgate são permitidas pela legislação brasileira e podem ser acordadas pelas partes. Uma das alternativas possíveis, comumente utilizada, é a negociação de um direito de venda, as chamadas "*put provisions*" sobre as ações dos investidores (ou

²⁸ Preferenciais com direito de participação (*participating preferred stocks*): ação preferencial que dá direito a dividendo, e também a dividendos adicionais em bases específicas mediante o pagamento de dividendos aos acionistas ordinários. Definição extraída do VC Experts @ www.vcexperts.com "The Glossary of Private Equity and Venture Capital".

seja, o fundador deverá comprar essas ações a preço fixo pré-acordado com os ativos da empresa como garantia de pagamento). Conclui-se assim que não há impedimento legal em caráter absoluto para a estruturação de dispositivos contratuais desta ordem no sistema jurídico brasileiro.

A análise de instrumentos contratuais identificou quatro (4) observações relacionadas a direito de resgate (*redemption rights*). Cinco (5) observações relacionadas a opções de vendas (*put provisions*).

Também foi verificada cláusula contratual regulando o direito de o investidor assumir o IPO, caso este não ocorra em prazo pré-determinado, e opção de venda para solução de impasse.

Tabela 6.7: Definições, dispositivos legais e observações para os direitos de liquidação e resgate.

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais – Liquidação e Resgate			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Observações na amostra
Direitos de liquidação (<i>Liquidation Rights & Claims</i>)	Preferência na liquidação da empresa em comparação ao direito do empreendedor e/ou possibilidade de liquidar a empresa em caso de desempenho abaixo da expectativa.	A Lei das S.A. (Nº 6.404 & 10.303), artigo 109 estabelece o direito dos acionistas à participação no acervo da companhia em caso de liquidação.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 4 observações relacionadas a direitos de liquidação, especialmente direito de resgate (<i>redemption rights</i>); ▪ 1 observação de cláusula regulando o direito do investidor de assumir o processo de IPO, caso este não venha a ocorrer em prazo determinado; ▪ 1 observação com cláusula de imposição de venda conjunta a terceiro proponente & opção de venda para solução de impasse. ▪ 5 observações de opção de vendas (<i>put provisions</i>).

6.7.5 Cláusulas Contingentes

A idéia de contingência está intrinsecamente ligada ao conceito de contratos incompletos nos termos desenvolvidos por Aghion & Bolton (1992). Refere-se a algo que pode acontecer ou a algo que não se pode afirmar se vai acontecer ou não no futuro. Aplicada à indústria de PE/VC, a incerteza dessas operações é caracterizada por fatores contingentes relativos à performance financeira, ao atingimento de objetivos não financeiros, a condições resolutive, ao pagamento de dividendos, à oferta futura de ações e outros títulos mobiliários, ou à permanência de pessoas-chaves na operação (o fundador, por exemplo).

Strömberg & Kaplan (2002) demonstram que é comum nos Estados Unidos estruturar contratos contingentes a eventos futuros. 73% das 213 operações analisadas em sua pesquisa no mercado norte-americano apresentam alguma espécie de cláusula contingente.

Quanto à receptividade desse tipo de instrumento no sistema legal brasileiro, nos termos já expostos sobre acordos de acionistas (art. 118 Lei das S.A.s) os acionistas ao celebrarem tais acordos estão exercendo o direito constitucional de ajustar entre si condições sobre a compra e venda de suas ações, direitos de transferência de ações ou opções de compra e venda, direitos de votos e poder de controle, ou qualquer objeto relacionado aos interesses comuns dos acionistas da sociedade desde que lícitos²⁹.

Na tipologia de análise das estruturas contratuais, no que se refere às cláusulas contingentes, procedeu-se à divisão dos dispositivos contratuais contingentes em seis (6) diferentes classes: cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance financeira e não-financeira; cláusulas contingentes vinculadas a pagamento de dividendo ou resgate (*redemption rights*); cláusulas contingentes vinculadas à condição resolutiva; cláusulas contingentes vinculadas à oferta de ações; e cláusulas contingentes vinculadas à permanência do fundador na companhia investida.

Na maioria dos instrumentos contratuais objeto da amostra não foram verificadas cláusulas contingentes vinculadas à performance com exceção de 1 (uma) cláusula de ajuste de participação acionária condicionada à EBITDA e 1 (uma) cláusula de ajuste de participação do diretor executivo vinculada à performance. Também foram observadas em dois (2) instrumentos cláusula condicionando a efetivação do investimento a faturamento mínimo e EBITDA mínimo.

Quanto a cláusulas contingentes não-financeiras verificaram-se três (3) observações relativas à aprovação de autoridade regulatória, seja relativa à concorrência (CADE³⁰) e/ou ao setor (ANATEL³¹).

As cláusulas relativas a resgate de ações, conforme apresentado na seção de direitos de liquidação (*redemption rights*), são comuns. No entanto a previsão em contrato de cláusulas contingentes vinculadas explicitamente ao pagamento de dividendos e/ou resgate aparece com muito menos frequência. Apenas uma cláusula

²⁹ Lombello, Andréia. Acordo de Acionistas: regulamentação das relações jurídicas de acionistas em Sociedades Anônimas paralelas ao Instrumento de Constituição da S.A. Boletim Jurídico. www.boletimjuridico.com.br. Acesso em 09fev08.

³⁰ CADE: Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

³¹ ANATEL: Agência Nacional de Telecomunicações

dessa natureza foi verificada relacionada ao direito do investidor de proceder com o resgate em ações, caso a companhia investida não tenha recursos para honrar o valor acordado de resgate.

Os outros exemplos apresentados por Stromberg & Kaplan (2002), como a vinculação da participação no conselho de administração, ou o direito de assumir o processo de IPO ou outro mecanismo qualquer de saída³², caso a companhia investida não honre o compromisso de pagamento de dividendos e/ou resgate, ou o pagamento acumulado dos dividendos (*dividend accrual*) não aparecem explicitamente nos instrumentos contratuais analisados. Isto não deve ser considerado como indício da impossibilidade do uso desses dispositivos dada à legislação brasileira, porém deve ser atribuído à prática da indústria de PE/VC que ainda se encontra em estágio de desenvolvimento inferior a de outros países, especialmente ao dos Estados Unidos.

As espécies de cláusulas contingentes mais observadas na presente pesquisa são as vinculadas a condições resolutivas (oito observações). Em praticamente todos os instrumentos contratuais analisados esses dispositivos estabelecem as condições para o fechamento da operação. Como, por exemplo, a contratação e/ou manutenção de executivos-chave, nível mínimo de empregados, contratação de consultores, contratação e/ou renegociação de empréstimos, celebração de acordo de propriedade intelectual e exigência/verificação de que a sociedade esteja organizada como S.A.

As cláusulas contingentes relativas à oferta de ações foram observadas em três (3) dos treze (13) instrumentos contratuais analisados. Estes dispositivos aparecem na amostra:

- Condicionando o fechamento da operação a aumento do capital via emissão de ações ou através da previsão de concessão de bônus de subscrição, caso seja atingida meta de performance;
- Opção de investimento via emissão de ações preferenciais;
- Recompra de ações dos fundadores;
- Conversão automática de preferenciais a atingimento de IPO a valor mínimo;
- Cláusulas de anti-diluição; e

³² Além do IPO (*Initial Public Offering*), outros instrumentos seriam a venda de todas as ações da companhia para outro investidor estratégico (*trade-sale*); venda de ações para um investidor temporário (*secondary-sale*); a recompra da empresa pelo corpo diretivo ou fundador (*buyback*); liquidação completa dos ativos da empresa, o que implica o encerramento das operações (*write-off/down*), ou fusão com outra empresa do rol de empresas investidas do investidor (*firm incorporation*). Fonte: Ribeiro, Leonardo; Carvalho, Gledson; Furtado, Cláudio in *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*; 2006.

- Direito de conversão de ações em classe especial de preferencial.

Por último, as cláusulas contingentes vinculadas à permanência do fundador na companhia aparecem em quatro (4) observações na amostra. São as chamadas *lock-up provision* que condicionam o investimento à manutenção da participação dos fundadores, ou estabelecem que os sócios fundadores só possam alienar sua participação mediante a aprovação do investidor.

Tabela 6.8: Definições, dispositivos legais e observações para as espécies de cláusulas contingentes.

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais – Cláusulas Contingentes			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Observações na amostra
Cláusulas contingentes vinculadas à performance financeira	<ul style="list-style-type: none"> • O dividendos referentes às ações preferenciais, pagáveis em ações ordinárias, é suspenso se a receita e o lucro operacional atinge a meta definida. • O fundador recebe opções se a receita/lucro é atingida (ou não). • Fundo de PE/VC pode somente exercer direito de voto sobre todas as suas ações se o EBIT estiver abaixo de nível pré-definido, situação em que o Fundo de PE/VC obtém direito de voto. • Se o ganho líquido abaixo da meta, o fundo de PE/VC ganhará três assentos adicionais no conselho de administração. • Fundador tem poder de veto sobre a venda da companhia por três anos, desde que a empresa atinja pelo menos 80% da receita e lucro antes dos impostos previsto no <i>business plan</i>. • Valor de liquidação do fundo de PE/VC múltiplo do fluxo de caixa operacional líquido ou ganho líquido. • Se os ganhos estão abaixo da meta, o fundo de PE/VC pode resgatar ações. • Fundos comprometidos liberados quando atingir a receita líquida projetada. 	Série de dispositivos contratuais contingentes que não encontram maiores problemas quanto a sua adoção, valendo a máxima: se é legal, pode contratar.	Na maioria dos documentos analisados não se verifica cláusulas contingentes vinculadas à performance financeira, com exceção das observações já citadas de (2) ajuste de participações vinculado à EBITDA e (1) aumento de participação do diretor executivo vinculada à performance. Além disso, em 2 instrumentos observam-se cláusula que condiciona a efetivação do investimento a faturamento e EBITDA mínimo.
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance não financeiras	<ul style="list-style-type: none"> • As opções dos empregados têm seu exercício condicionado ao lançamento de segunda versão de um produto que incorpora significantes novas funcionalidades, aprovação do FDA* de nova droga, nova parceria corporativa concluída, ou patentes aprovadas etc. • Fundo de PE/VC reduz sua participação se um acordo de distribuição é obtido dentro de 3 meses. • Fundador recebe opções quando a companhia consegue meta do número de clientes que compraram o produto e deram feedback positivo. • Recursos comprometidos liberados quando novos testes clínicos forem concluídos, nova parceria estratégica concluída, ou patente aprovada. • As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à obtenção de parceria com corporação. • As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à aprovação de patentes. 	Série de dispositivos contratuais contingentes que não encontram maiores problemas quanto a sua adoção, valendo a máxima: se é legal, pode contratar.	3 documentos com observações, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> • Vinculação da operação à aprovação pelo CADE (3); • Vinculação à aprovação pelo CADE e por outra autoridade regulatória, no caso a ANATEL (1).

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Resultado da Amostra
Cláusulas contingentes vinculadas a pagamento de dividendo ou resgate (<i>redemption</i>)	<ul style="list-style-type: none"> Se a companhia não pode pagar dividendos em dinheiro, o pagamento deve ser feito em ações ordinárias. Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, fundo de PE/VC obtém a maioria do conselho de administração. Se a companhia deixar de pagar fração da receita como dividendo, o fundo de PE/VC obtém a maioria do conselho de administração. Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, o fundo de PE/VC tem o direito de selecionar um banco de investimento para assessorar na venda do negócio. Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, os dividendos acumulados aumentarão 	A Lei das S.A. (№ 6.404 & 10.303), artigos 4, §5º e 44 § 1º, 4º e 6º definem as operações de resgate, condições e forma.	1 observação de resgate de ações, caso a companhia não tenha recursos para honrar o valor acordado.
Cláusulas contingentes vinculadas a condições resolutivas	<ul style="list-style-type: none"> Fundador aumenta a sua participação quando o VP de vendas e marketing é contratado, ou certa tecnologia é adquirida. Fundo de PE/VC obtém a maioria do conselho de administração se a companhia não consegue recrutar um CEO dentro de 9 meses. Fundo de PE/VC tem opção de resgatar as ações preferenciais até a contratação de novo CEO for aprovada pelos gestores do fundo. Liberação de recursos comprometidos sujeitos a conclusão e aprovação pelo conselho de administração de novo plano de negócios para entrar em novos mercados, novo executivo-chave ou CEO contratado, certa companhia adquirida, ou a companhia iniciar a construção de novas instalações. 	Série de dispositivos contratuais contingentes que não encontram maiores problemas quanto a sua adoção, valendo a máxima: se é legal, pode contratar.	Série de condições para o fechamento da operação verificado em 8 dos 13 documentos analisados, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> Contratação de executivo-chave (CEO e/ou CFO); Contratação de executivos como consultores; Manutenção do quadro de executivos; Verificação de nível mínimo de empregados; Celebração / Renegociação de empréstimos; Aquisição da totalidade das ações; Integralização do capital; Celebração de acordo de propriedade intelectual; Verificação da sociedade como S.A.
Cláusulas contingentes vinculadas à oferta de ações	<ul style="list-style-type: none"> Participação do fundador aumenta em relação não linear ao preço das ações obtido na venda ou IPO (<i>Initial Public Offering</i>). O recebimento de dividendos em ações é cancelado mediante a IPO a valor mínimo, ou se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento acima de valor mínimo por ação. Bônus de subscrição do fundo de PE/VC expiram se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento onde ganhos e preço dos títulos excede meta. Se a operação de IPO não ocorrer dentro de 5 anos, o fundo de PE/VC tem o direito de forçar a venda da companhia. O fundo de PE/VC pode resgatar ações preferenciais depois do IPO a um valor superior ao último valor antes da data do IPO. Fundo de PE/VC pode resgatar ações a valor de mercado. 	Série de dispositivos contratuais contingentes que não encontram maiores problemas quanto a sua adoção, valendo a máxima: se é legal, pode contratar.	Série de cláusulas vinculadas a alguma espécie de oferta de ações e outros direitos verificada em 3 dos 13 documentos analisados, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> Aumento do capital via emissão de ações; Concessão de bônus de subscrição (<i>warrants</i>) caso seja atingida a meta de performance; Opção de investimento via emissão de ações preferenciais; Recuperação de ações dos fundadores; Conversão automática de preferenciais vinculada a atingimento de valor mínimo de IPO; Cláusula de anti-diluição; Direito de conversão de todas as ações em classe especial de preferenciais.

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Resultado da Amostra
Cláusulas contingentes vinculadas à permanência do fundador na companhia	<ul style="list-style-type: none"> Fundador perde opções de ações não vencidas uma vez rompido o vínculo com a companhia. Fundador perde os direitos de voto (mas mantém os direitos sobre fluxo de caixa) de suas ações se for demitido por justa causa. Liberação dos recursos comprometidos condicionada à permanência do fundador na companhia. 	Série de dispositivos contratuais contingentes que não encontram maiores problemas quanto a sua adoção, valendo a máxima: se é legal, pode contratar.	Em 4 dos 13 instrumentos analisados verificam-se cláusulas que vinculam a permanência do fundador na companhia, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> Lock-up provision (3): obrigação de manutenção de participação dos fundadores; A alienação da participação dos sócios fundadores está sujeita à aprovação do investidor (PE/VC).

6.7.6 Outros Termos

Os contratos (acordos de acionistas e acordos de investimentos) de PE/VC incluem outros dispositivos contratuais, que pela sua relevância na proteção e no alinhamento dos interesses das partes (companhia investida e investidores), devem ser citados. Esses termos são as provisões contratuais de conversão automática de ações, as cláusulas de anti-diluição e as cláusulas de não competição ou direitos condicionados (*vesting clauses*) e as vinculações do direito de vendas de ações. Os direitos de preferência também são muito comuns nos contratos de operações dessa natureza no Brasil.

Tais dispositivos contratuais encontram total receptividade no sistema legal brasileiro. As provisões de conversão automática estão expressamente reguladas nos artigos 19 e 22 da Lei das S.A.s que estabelecem caber ao estatuto da companhia com ações preferenciais declarar as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe de ações. Pode prever a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

As cláusulas de anti-diluição, bem como os direitos de preferência, encontram previsão legal expressa no capítulo de modificação do capital social da Lei das S.A.s. O artigo 170, § 1º garante que a participação dos antigos acionistas não poderá ser diluída por emissão de novas ações; e os artigos 171 e 172 regulam, respectivamente, os direitos de preferência e os casos de exclusão.

As cláusulas de não competição ou direitos condicionados (*vesting clauses*), na forma de incentivos para a permanência do empreendedor na empresa, através de

dispositivos contratuais que tornam menos atrativo (mais custoso) deixar a companhia, assim como visto nas cláusulas contingentes, não encontram previsão expressa na legislação.

Em geral esses dispositivos assumem a forma de cláusulas de não concorrência e vedam ao empreendedor o envolvimento em qualquer atividade que possa vir a concorrer com a companhia investida por um determinado tempo; e/ou alguma forma de *vesting condition*: o direito sobre as ações de posse do empreendedor depende da permanência dele na organização. Quanto mais cedo sair da gestão menor o número de ações a que tem direito.

O entendimento sobre a receptividade destes instrumentos no sistema legal deve ser tomado no sentido lato, uma vez que aos acionistas cabe o direito constitucional de ajustar entre si condições sobre qualquer objeto relacionado aos interesses comuns da sociedade, desde que os mesmos sejam lícitos. Portanto não há impeditivo para adoção destes termos contratuais no sistema jurídico brasileiro.

Segundo Strömberg & Kaplan (2002), os termos de conversão automática e de anti-diluição estão presentes em 95% das operações de PE/VC realizadas nos Estados Unidos. Em operações fora dos Estados Unidos, cláusulas de anti-diluição são observadas com muito menos frequência - em 56% das operações, segundo pesquisa dos mesmos autores (Strömberg & Kaplan, 2003). Tomando apenas países em desenvolvimento, conforme o trabalho Lerner & Schoar (2004), esta representatividade não passa de 27% (anti-diluição) e 26% (conversão automática). Em linha com o indicado na literatura, a presente amostra resultou em apenas duas (2) observações de cláusulas de conversão automática e apenas uma (1) cláusula com expressa previsão de procedimento de *anti-diluição* de participação (*full-ratchet antidilution*). Vale ressaltar que o mecanismo de conversão automática é uma das exigências da Bovespa em determinadas categorias de OPA³³, como é o caso do Novo Mercado.

Quanto às vinculações do direito de venda de ações, foram encontradas em seis (6) casos cláusulas relacionadas ao direito de alienação da totalidade do capital social (*drag along*). E em oito (8) observações, dispositivo de proteção de minoritários (*tag along*).

Já os dispositivos de não competição frequentemente figuram nas operações nos Estados Unidos (70%) e os direitos condicionados (*vesting clauses*) aparecem em

³³ Sigla para Oferta Pública de Aquisição de Ações.

apenas 41% dos casos, sendo ligeiramente mais frequente em operações de primeiro aporte de capital em VC (48%).

Esses dispositivos aparecem em sete (7) observações, na forma de obrigação dos fundadores de não praticar qualquer ato que possa vir a representar concorrência à companhia investida por “x” anos; na previsão de assinatura de *non competitive agreement* entre a companhia investida e investidor; e *vesting clauses* das ações do fundador em bases mensais.

Tabela 6.9: Definições, dispositivos legais e observações para outros termos contratuais.

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Resultado da Amostra
Conversão automática de ações	Provisão contratual que prevê a conversão automática dos títulos mobiliários em poder dos investidores <i>PE/VC</i> em ações ordinárias, sob certas circunstâncias.	O estatuto da companhia com ações preferenciais segundo a Lei das S.A.s (Artigos 19 e 22) declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe de ações e poderá prever a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.	Dos 13 instrumentos contratuais analisados em apenas 2 foram verificadas cláusulas específicas de conversão de ações, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> • Conversão automática de ações preferenciais em ações ordinárias mediante IPO de “x” superior ao preço de aquisição; • Direito de conversão de ações preferenciais em ordinárias.
Anti-Diluição	Provisão contratual que protege o investidor em <i>PE/VC</i> contra futuras rodadas de investimento a valor inferior à presente negociação.	A Lei das S.A.s em seu artigo 170, § 1º garante que a participação dos antigos acionistas não poderá ser diluída por emissão de novas ações.	Apenas em um dos instrumentos contratuais foi encontrada cláusula específica sobre anti-diluição, conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Full-Ratched Antidilution</i> - 0 o preço de conversão será reduzido ao preço em que as ações são emitidas.
Direito de Preferência	Direito de preferência na subscrição de novas ações, na transferência de ações ou na compra de ações em tesouraria.	A Lei das S.A.s regula o direito de preferência e os casos de exclusão, respectivamente, em seus artigos 171 e 172.	Esse dispositivo aparece na maioria dos instrumentos contratuais analisados (9 observações), conforme segue: <ul style="list-style-type: none"> • Direito de preferência na subscrição de novas ações, na transferência e na compra de ações em tesouraria (6); • Direito de primeira oferta; • Direito de primeira recusa das ações ordinárias / acordo de venda em conjunto / direito de recusa na venda de ações preferências pelo fundador; • Direito de preferência de compra pelos fundadores da participação dos investidores / direito de primeira oferta pelo investidor / direito de preferência na subscrição de novas ações.

Tabela de Tipologia de Análise Estruturas Contratuais			
Grupo Constitutivo (Características e Provisões Contratuais)	Definições (Exemplos)	Dispositivos Legais	Resultado da Amostra
Vinculação do direito de venda de ações	<ul style="list-style-type: none"> Direito de co-venda (<i>tag along</i>) permitem aos investidores requererem que quando houver uma oferta de compra do controle da empresa, haja também uma oferta de compra de suas ações; Direito de venda conjunta (<i>drag along</i>) cria uma obrigação para que todos os acionistas da empresa vendam suas ações para um comprador potencial caso uma determinada porcentagem dos acionistas vote pela venda para esse comprador. 		<p>Esses dispositivos aparecem nos instrumentos contratuais analisados, conforme segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> 6 observações de <i>drag along</i> (direito de alienação da totalidade do capital social). 8 observações de <i>tag along</i> (direito de venda conjunta).
Não concorrência & Maturação (<i>Vesting Clauses</i>)	Incentivos para que o empreendedor continue à frente dos negócios da empresa como cláusulas de não concorrência e cláusulas envolvendo <i>vesting conditions</i> , ou seja, o direito sobre as ações está condicionado à permanência na companhia.	São matérias não tratadas especificamente na legislação, mas que podem constar de acordos de acionistas, valendo a máxima de: se é legal, pode contratar.	<p>Espécies desses dispositivos aparecem em 7 observações, conforme segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> Obrigação dos fundadores de não praticar qualquer ato que possa representar concorrência para a companhia investida por “x” anos (5); Assinatura de “<i>non competitive agreement</i>” entre a companhia investida e investidor; Maturação (<i>vesting</i>) das ações do fundador em bases mensais. 6 observações de <i>drag along</i> (direito de alienação da totalidade do capital social). 8 observações de <i>tag along</i> (direito de venda conjunta).

6.8 Sumário e conclusões

Nesta seção foram apresentados os resultados da análise estruturada dos instrumentos contratuais praticados em operações de PE/VC no Brasil, conforme amostra de pesquisa.

O objetivo da análise era empreender tipologia dos instrumentos contratuais procurando identificar suas partes constitutivas, respectivas referências legais que dão sustentação jurídica aos diversos dispositivos e termos contratuais e a frequência com que os mesmos são observados. Tudo isto à luz dos esforços empíricos na literatura de aproximação dos conceitos de *financial contracting* à realidade das operações de PE/VC.

Das observações pode-se afirmar que as operações de PE/VC no Brasil estão relativamente alinhadas com as práticas internacionais no tocante às estruturas contratuais. O mais importante a se observar é que os instrumentos contratuais se mostram muito menos sofisticados no que se refere à alocação de direitos de fluxo de

caixa, direitos de representação, de voto, de liquidação e outros direitos de controle quando comparados às práticas do mercado norte-americano e outros países de maior tradição em operações de PE/VC, como os da Europa Ocidental, por exemplo.

Esta menor sofisticação dos instrumentos contratuais na praxe do direito societário brasileiro poderia ser entendida como uma confirmação de duas das hipóteses inicialmente propostas neste trabalho:

A grande quantidade de negócios não concretizados a partir da fase de *due diligence* guarda alguma relação causal com as limitações do marco institucional brasileiro (origem do direito e sistemas jurídicos e regulatórios);

O sistema legal e estrutura jurídica têm influência sobre as estruturas dos contratos financeiros entre fundos de PE/VC e empresas investidas no tocante à alocação de direitos de controle e fluxo de caixa.

No entanto, o aprofundamento da análise dos contratos, através da avaliação do grau de receptividade dos instrumentos e dispositivos contratuais utilizados internacionalmente no ambiente institucional brasileiro e do contato com operadores do direito societário brasileiro leva a outra conclusão. Pode-se afirmar que não há nenhuma limitação relevante de cunho legal para a estruturação de complexos arranjos contratuais entre empresas investidas e investidores em PE/VC.

A Lei das S.A.s, como apontado na análise das espécies de ações e títulos mobiliários e de cada uma das estruturas contratuais constitutivas, oferece todas as alternativas para a estruturação de instrumentos financeiros - valores e títulos mobiliários - e contratos financeiros incompletos nos termos de Aghion & Bolton (1992). Isto não quer dizer que as hipóteses de que o ambiente institucional exerce influência sobre a capacidade de contratar operações de investimento em companhias de capital privado possam ser completamente descartadas.

A presente análise e suas conclusões evidenciam uma vez mais que o marco institucional e regulatório brasileiro sofreu profundas modificações e forte evolução desde o primeiro ciclo de PE/VC de meados dos 1990 com as reformas da Lei das S.A.s, o desenvolvimento do instituto da arbitragem, as iniciativas de alto-regulação na BOVESPA com o Novo Mercado, a Lei de Falência etc.

Dada a evolução da legislação societária e das práticas corporativas, o que se nota não é a impossibilidade da aplicação dos instrumentos de alocação de direitos de fluxo de caixa, direitos de representação, de voto, de liquidação etc. Mas quiçá ainda haja uma carência, não de conhecimento ou competência na aplicação desse

instrumental, mas eventualmente de experiência na estruturação de contratos financeiros mais sofisticados.

A idéia proposta aqui não é refutar em absoluto a importância da escola institucionalista e das suas contribuições para entendimento da dinâmica de *financial contracting* em diferentes geografias e ambientes institucionais – natureza do direito privado e, em particular, da legislação societária, a qualidade do *legal enforcement*, regulação fiscal, sistemas contábeis e estrutura dos mercados financeiros. Mas reconhecer que apenas isto não basta para explicar a complexidade e a sofisticação das operações de PE/VC praticadas pela indústria.

A evolução do marco institucional brasileiro e, em particular, do mercado de capitais é uma realidade. Mesmo em áreas onde o Brasil se mostra estruturalmente vulnerável como o sistema judiciário pouco eficiente e a consequente baixa coercitividade dos contratos, os agentes de mercado souberam se adaptar e a legislação proveu soluções jurídicas alternativas como a Lei da Arbitragem. Instituto este que figura em 100% dos instrumentos contratuais analisados e que mitiga consideravelmente os riscos de não solução de controvérsias, sendo uma tecnologia processual muito mais rápida e prática.

Quais seriam as razões para a menor sofisticação e complexidade dos arranjos contratuais brasileiros em comparação com os praticados na indústria de PE/VC norte-americana, para citar a mais importante? Strömberg & Kaplan (2003) apresentam uma explicação plausível para este fenômeno:

“O investimento em venture capital fora dos Estados Unidos é relativamente mais recente e as legislações são diferentes. O aprendizado sobre contratos ótimos e efetivos demanda tempo e esforço. Até nos casos onde os fundos de VC gostariam de implementar contratos ao estilo americano, isto pode não acontecer sem custos. Se contratos são importantes para o sucesso das operações de VC, se esperaria que com o passar do tempo, os fundos de VC mais sofisticados e bem sucedidos implementariam contratos mais efetivos.” (STROMBERG & KAPLAN, 2003, pag. 22) ³⁴.

Os autores afirmam que a origem do sistema legal e a qualidade do marco institucional são menos significantes na explicação das diferenças entre estruturas contratuais em comparação com a sofisticação dos operadores de PE/VC e dos órgãos reguladores. Os operadores de mercado seriam capazes de implementar contratos ao estilo norte-

³⁴ Original em ingles: “*Venture capital investing outside of the U.S. is relatively more recent and the legal rules are different. Learning about optimal or effective contracts takes time and effort. Even in cases where VC’s would like to implement U.S. style contracts, it may not be costless to do so. If contracts were important for VC success, one would expect that over time, the more sophisticated and successful VC’s would implement more effective contracts*”.

americano independentemente do regime legal e que pela sua maior sofisticação estariam menos sujeitos ao insucesso. A hipótese é que, através de um processo evolutivo haveria uma convergência para as práticas contratuais dos Estados Unidos, principalmente com a crescente globalização dos mercados financeiros.

Não se pode dizer que a evolução do marco institucional não tenha desempenhado papel fundamental na expansão da indústria de PE/VC. Inúmeras são as evidências de que as mudanças institucionais, de legislação e das práticas de mercado criaram as condições necessárias para o florescimento dos investimentos de PE/VC no Brasil.

Partindo do raciocínio de Strömberg & Kaplan, é possível afirmar que a evolução do marco institucional *per se* não explica as estruturas contratuais, mas dá as bases sobre a qual a indústria de PE/VC vem evoluindo e vai evoluir em ciclos de crescente complexidade e flexibilidade para viabilizar operações cada vez mais sofisticadas.

Até este ponto da pesquisa foi possível testar a hipótese se o sistema legal e estrutura jurídica têm influência sobre as estruturas dos contratos financeiros entre fundos de PE/VC e empresas investidas. A resposta é sim, como condição remota, ou seja, como arcabouço legal sobre o qual se constroem os contratos. No entanto, o processo de sofisticação destes instrumentos se dará de forma gradativa, através de uma sequência de ciclos evolutivos com operações de PE/VC cada vez mais sofisticadas em fenômeno similar ao que se deu no mercado norte-americano.

7 Pesquisa de Campo

O presente trabalho foi parte integrante de esforço mais amplo de pesquisa conduzido pelo GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP – “O Impacto dos Investimentos de *Private Equity* & *Venture Capital* na Governança Corporativa das Empresas Investidas e os Instrumentos Contratuais Utilizados” entre abril e outubro de 2008. A pesquisa visava a ampliar o conhecimento sobre:

- Os impactos dos investimentos de PE/VC;
- A governança corporativa das empresas investidas;
- As estruturas contratuais utilizadas; e
- A percepção dos gestores sobre a influência do ambiente jurídico-institucional sobre esses investimentos no Brasil.

Também fornecendo subsídios para aprofundar os estudos e discussões sobre o capital empreendedor no Brasil.

Além do patrocínio do GVcepe da FGV-EAESP, a pesquisa contou com o apoio de várias instituições ligadas ao mercado de capitais e pesquisa no Brasil, dentre elas: a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), a Associação Brasileira de *Private Equity* & *Venture Capital* (ABVCAP), a Financiadora de Estudos e Projetos do Ministério da Ciência e Tecnologia (FINEP), o Instituto Empreender Endeavour, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o Fundo de Previdência dos Funcionários da Petrobrás (PETRUS), Fundo de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e Banco do Brasil Investimentos (BB Investimentos). Ver anexo B.

Pela similaridade de escopo entre o tema governança corporativa e contratos, decidiu-se organizar os questionários³⁵ em um único instrumento de coleta de dados (Anexo D). Assim sendo seriam capturados de uma só vez informações sobre as organizações gestoras e as empresas investidas de seu portfólio, no que concerne aos aspectos relativos à governança corporativa e sobre os instrumentos contratuais utilizados na estruturação das operações de *private equity* e/ou *venture capital*.

³⁵ A decisão de contemplar em um mesmo questionário as pesquisas de governança corporativa e contratos foi tomada em conjunto com Caio Ramalho, pesquisador do GVcepe, responsável pela pesquisa sobre governança corporativa, sob orientação do Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado, Diretor Executivo do GVcepe.

Baseada nas bem sucedidas iniciativas de pesquisa do GVcepe, no levantamento e na sistematização de dados sobre o mercado de PE/VC, que deram origem ao 1º Censo Brasileiro de PE/VC (Carvalho; Ribeiro, L; Furtado; 2006) e ao Guia GVcepe-Endeavour, a pesquisa foi estruturada não através de uma amostra significativa, mas como um censo, de forma a acessar a população de 88 organizações gestoras de fundos de PE/VC atuantes no Brasil base Guia GVcepe-Endeavour de setembro de 2007.

O questionário da pesquisa “O Impacto dos Investimentos de *Private Equity & Venture Capital* na Governança Corporativa das Empresas Investidas e os Instrumentos Contratuais Utilizados” foi estruturado em duas partes: uma relativa à organização gestora e outra organizada por empresa investida do portfólio da organização gestora de PE/VC, conforme segue:

Organização Gestora: (i) informações gerais do gestor de PE/VC; (ii) percepção geral do gestor sobre a adequação do ambiente jurídico-institucional para as atividades de PE/VC no Brasil; (iii) informações gerais sobre a originação de negócios; (iv) percepção geral do gestor sobre o processo de negociação dos contratos (acordos de acionistas) de PE/VC; (v) motivações da escolha de determinados instrumentos financeiros pelos gestores; (vi) informações sobre espécie de cláusulas contingentes; (vii) percepção geral do valor da governança corporativa para o gestor; (viii) conflitos entre organização gestora de PE/VC e empresa investida.

Empresas Investidas: (i) características gerais da empresa investida; (ii) informações financeiras (iii); (iv) governança corporativa; (v) informações gerais sobre monitoramento; (vi) informações adicionais sobre contratos.

A partir das conclusões obtidas na primeira etapa da presente pesquisa – “Tipologia de Análise de Estruturas Contratuais” - a pesquisa de campo procurou ampliar o conhecimento empírico, primeiramente no que diz respeito às percepções dos agentes operadores do mercado envolvidos no processo de negociação dos acordos com as empresas investidas, sobre o ambiente jurídico-institucional brasileiro e sobre as práticas societárias no mercado de operações de PE/VC, através da identificação das estruturas contratuais mais comuns nas operações de investimento realizadas no Brasil. Antes do lançamento da pesquisa a campo, o questionário “O Impacto dos Investimentos de *Private Equity & Venture Capital* na Governança Corporativa das Empresas Investidas e os Instrumentos Contratuais” foi pré-testado por ambos os pesquisadores envolvidos. As questões relativas a estruturas contratuais e ambiente

institucional foram testadas por cinco diferentes organizações gestoras, através de entrevistas individuais conduzidas pelo pesquisador. Nessas seções de aproximadamente uma hora, à luz dos objetivos da pesquisa e das hipóteses a serem testadas, foi possível testar o entendimento e a pertinência das diversas questões formuladas, incorporando sugestões de redação e a inclusão de perguntas que os pesquisados gostariam de ver respondidas por seus pares no mercado.

A fase de coleta de dados foi iniciada em abril de 2008, através do envio do questionário em versão eletrônica (planilha) acompanhado de carta convite às 88 organizações gestoras. Via correio seguiu a mesma carta convite juntamente com as cartas de apoio (Anexo B) e termo de compromisso de confidencialidade assinado pelo diretor da FGV-EAESP (Anexo C). A pesquisa foi dada como concluída em outubro de 2008 com a obtenção da resposta de 12 organizações (14% de retorno) com o detalhamento dos dados de 24 empresas de seu portfólio.

Como referência da representatividade destes dados, do total de 88 organizações de PE/VC pesquisadas, estimava-se um total de 375 empresas investidas em seu portfólio, sendo que das empresas que responderam ao questionário o número estimado de investimentos era de 44. Abriam-se informações sobre 24 empresas, de seus portfólios, de diferentes setores econômicos, conforme tabelas abaixo.

Tabela 7.1: Representatividade da amostra obtida.

Gestor		Investimento (Estimativa)	Investimento Declarado
B		20	13
C		10	3
D		4	0
E		4	4
F		1	0
G		1	2
H		1	0
I		1	1
J		1	1
K		1	0
L		0	0
M		0	0
Respostas Obtidas	12	44	24
% Retorno	14%	12%	6%
Total	88	375	

Tabela 7.2: Setores industriais das empresas do portfólio na amostra.

Setores	Empresas Portfólio
Eletrônica e Informática (Software)	4
Eletrônica e Informática (Outros)	2
Construção Civil / Imobiliário	2
Energia	2
Comércio Eletrônico	2
Indústria Metal Mecânica	2
Equipamentos / Serviços de Segurança	1
Transporte	1
Entretenimento / Turismo	1
Agronegócios	1
Medicina / Saúde / Cosméticos	1
Comunicação / Mídia	1
Logística / Distribuição	1
Adesivos e Selantes	1
Audiovisual	1
Fabricação de Cerâmicas e Porcelanatos	1
Total	24

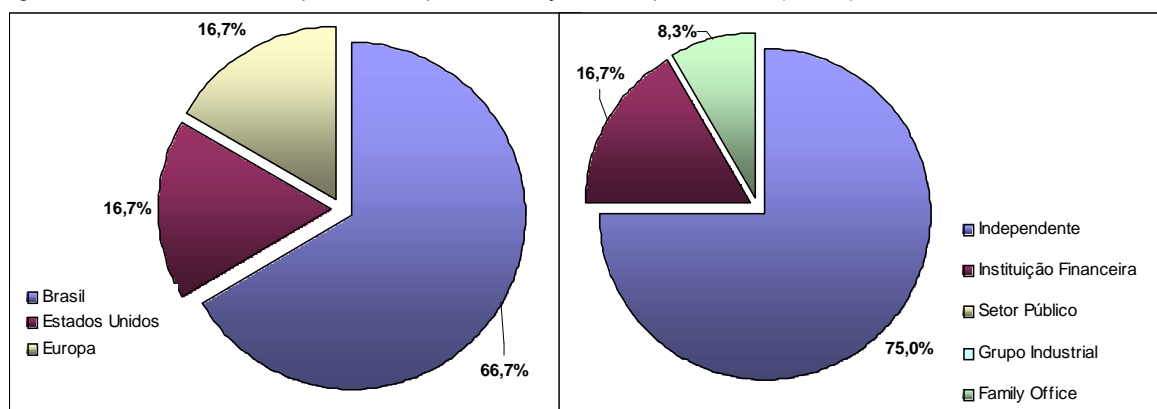
Como já destacado em Ribeiro, L (2005) as limitações deste tipo de pesquisa está no nível de detalhe que se pretende obter. Diferentemente das pesquisas que agregam as informações por veículos de investimento, a presente pesquisa, dado o seu escopo e objetivos, foi estruturada por organização gestora e por empresas investidas em seus portfólios.

A pretensão intrínseca ao objeto da pesquisa explica, em parte, a baixa taxa de retorno dos questionários, que se mostra ainda menos representativa quando se desce do nível do gestor para cada empresa do portfólio.

A outra limitação da pesquisa é o caráter privado das informações, a mesma dificuldade sentida na etapa de análise das estruturas contratuais apresentada na última seção. Por serem investimentos em empresas de capital fechado, as organizações não são obrigadas a divulgar informações sobre as empresas de seu portfólio. Apesar de esta prerrogativa ter sido parcialmente limitada com a recente promulgação da Lei 11.638, que obriga as sociedades de ativos superiores a R\$ 240 milhões, ou de receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões, a divulgarem as mesmas demonstrações financeiras exigidas das sociedades anônimas de capital aberto, para esta pesquisa os efeitos deste dispositivo ainda não puderam ser sentidos.

7.1 Informações gerais sobre o gestor de *Private Equity & Venture Capital*

Figura 7.1: Gráfico elaborado a partir das respostas da seção 1 dos questionários (Gestor).



Das doze (12) organizações que responderam ao questionário oito (8) delas são nacionais (66,7%), (2) duas americanas (16,7%) e duas (2) europeias (16,7%). Comparando estes dados com o 1º Censo de *Private Equity & Venture Capital* (Carvalho; Ribeiro, L; Furtado; 2006), a amostra apresenta uma representatividade menor de organizações de capital nacional (66,7% vs. 74,7%), e maior de organizações internacionais (33,4% vs. 25,3%). Estas organizações estão estruturadas em 75% da amostra (nove delas) em organizações independentes não vinculadas à instituição financeira, ao setor público ou a qualquer grupo industrial (os chamados *corporate venture*). Percentual ligeiramente inferior aos 80,9% de instituições independentes vs. o total de organizações listadas no Guia GVcepe-Endeavour de 2007 e superior aos 63,4% apontados no 1º Censo. Das outras três (3), duas (2) delas estão ligadas a instituições financeiras e uma (1) se classificou como *family office*.

A estrutura destas organizações contava então com 36 gestores e 92 profissionais de apoio, com diferentes perfis e experiência profissional, conforme tabulação abaixo:

Tabela 7.3: Número de profissionais envolvidos e perfil profissional / experiência PE/VC: anos trabalhados com PE/VC no exterior ou no Brasil; experiência geral: anos de experiência nacional e/ou internacional em diversas atividades profissionais; e profissão ocupada: distribuição ajustada do setor de atuação do principal gestor antes de ser envolvido com atividades de PE/VC.

Profissionais	Número	Experiência	Experiência
		PE/VC	Geral
Gestores	36	4	13
Profissionais de Apoio	92		
Total	128		
Profissão ocupada antes pelo principal gestor			
Sector financeiro	22	60,5%	
Auditor	0	0,0%	
CEO / Diretor do sector não-financeiro	5	13,2%	
Consultor	5	13,2%	
Empreendedor	4	10,5%	
Business Angel	0	0,0%	
Membro do Governo	0	0,0%	
Advogados	1	2,6%	
Acadêmico	0	0,0%	
Total	36	100,0%	

A amostra obtida apresenta uma concentração maior de ex-executivos do sector financeiro comparado aos dados do 1º Censo (60,5% vs. 36,4%).

Em termos gerais, no entanto, não se distancia do perfil dos gestores de PE/VC com executivos oriundos, além de instituições financeiras, do sector não-financeiro (13,2%), consultores (13,2%) e empreendedores (10,5%).

7.2 Hipóteses de Pesquisa

O objetivo da pesquisa de campo, conforme descrito na metodologia era obter a visão dos operadores do mercado sobre o ambiente jurídico-institucional, através do teste de algumas hipóteses de pesquisa, formuladas a partir do conceito institucionalista de que o ambiente institucional de um país, somado ao seu grau de desenvolvimento, afeta as práticas de negócio. As hipóteses formuladas seguem abaixo:

- A grande quantidade de negócios não concretizados a partir da fase de *due diligence* guarda alguma relação causal com as limitações do marco institucional brasileiro (origem do direito e sistemas jurídicos e regulatórios);
- As limitações das instituições legais e regulatórias afetam a composição dos portfólios de empresas investidas dos fundos de PE/VC com a predominância de investimentos em firmas mais maduras, onde há maiores evidências da performance da empresa e, conseqüentemente, maiores proteções e alternativas de saída (*divest*);
- Em economias em desenvolvimento, as chamadas economias em transição, que apresentam limitações em seus sistemas legais e estruturas jurídicas, contratos

altamente flexíveis, direitos de controle e monitoramento após o investimento, assim como cláusulas de saída claras, são essenciais para o fomento de maiores iniciativas de *private equity & venture capital*;

- O sistema legal e estrutura jurídica têm influência sobre as estruturas dos contratos financeiros entre fundos de PE/VC e empresas investidas no tocante à alocação de direitos de controle e fluxo de caixa.

Um dos gestores entrevistados durante o pré-teste dos questionários resumiu bem o objetivo desta etapa da pesquisa: “desmistificar algumas lendas em relação às limitações do ambiente jurídico-institucional e a influência deste sobre os negócios de PE/VC”.

7.2.1 Informações gerais sobre a originação de negócios

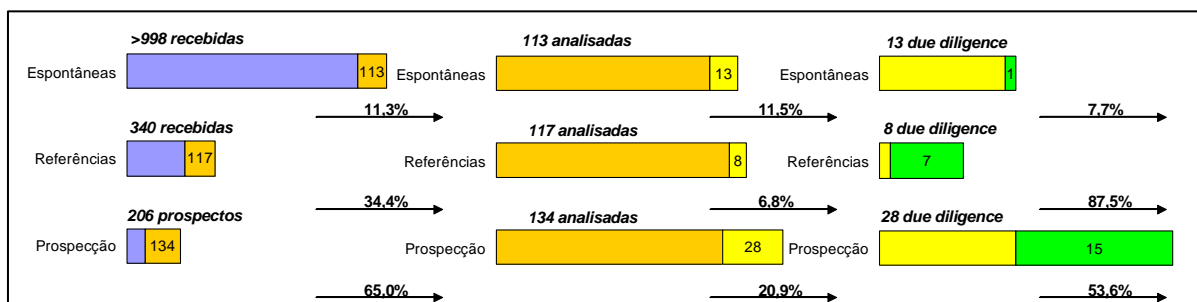
Para testar as hipóteses listadas acima, primeiramente reproduziu-se a análise constante no 1º Censo Brasileiro de PE/VC (Carvalho; Ribeiro, L; Furtado; 2006) sobre a prospecção dos negócios e as taxas de sucesso³⁶ na indústria de PE/VC.

Os dados do censo de então apresentavam baixas taxas de sucesso, mesmo para negócios já em fase avançada de avaliação (*due diligence*). A pergunta de pesquisa que surgiu daí foi se este grande número de negócios não concretizados a partir do *due diligence* guardaria alguma relação com limitações do arcabouço jurídico-institucional. Da pergunta foi formulada a hipótese a ser testada de que esta alta taxa de insucesso guardaria relação causal com limitações do marco institucional brasileiro (arcabouço jurídico-institucional).

Os resultados da presente amostra apresentam taxas de sucesso para as propostas que atingiram a fase de *due diligence* muito mais representativas para os negócios originados por referência e prospectados diretamente pelo gestor. Enquanto os resultados do censo apresentavam valores de 20,7% de investimentos concretizados para negócios prospectados pelo próprio gestor; 20,5% para negócios identificados por indicação; e 39,4% para os negócios oriundos de contato espontâneo da empresa (empreendedor), as taxas de sucesso desta amostra atingiram 53,6% para prospecção; 87,5% para referências; e apenas 7,7% para originação espontânea, conforme quadro abaixo:

³⁶ Taxa de sucesso: entende-se como negócios que resultaram em investimentos, após toda a fase de prospecção,

Figura 7.2: Quadro sobre originação de negócios, sendo 1) Espontâneas: propostas originadas pela própria Empresa que busca recursos através de correio, email, telefonema etc.; 2) Referências: propostas oriundas de indicação de intermediários (consultores, *advisors*, investidores de fundos geridos pelo próprio Gestor, outros gestores de PE/VC etc.); 3) Prospecção: originação pelo próprio Gestor. Os percentuais sobre as setas indicam a proporção de propostas que avançaram de um estágio para outro.



Das 49 propostas de investimento que alcançaram a fase de *due diligence*: 50% eram de empresas no estágio de expansão, 22% eram “*start-ups*”, 14% estavam no estágio de plano de negócios e 14% eram consideradas “capital semente”. E das 23 que receberam investimentos: 49% estavam no estágio de expansão, 22% eram “*start-ups*”, 17% estavam na elaboração de planos de negócio e 4% eram “capital semente”.

Figura 7.3: Número de propostas recebidas que alcançaram a fase de *due diligence* e que receberam investimento por estágio de maturação, definido conforme segue: Plano de Negócio (*Business Plan*): fase de elaboração do plano de negócio; Capital Semente (*Seed Capital*): pequeno aporte, feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes; Expansão (*Expansion*): aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de Empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão de planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing; Estágio Avançado (*Later Stage*): A Empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.

7.2.2 Ambiente Jurídico-Institucional

Uma vez apresentado o quadro geral sobre a originação dos negócios e os índices de sucesso do processo de prospecção, avaliação e *due diligence* das propostas de investimento, verifica-se que o número de negócios não concretizados a partir da fase de *due diligence* é significativamente inferior aos dados do 1º Censo de PE/VC. As hipóteses para este aumento de negócios que se concretizam podem estar relacionadas a vários fatores, dentre eles: a evolução do arcabouço jurídico-institucional, a evolução da própria indústria de PE/VC, e/ou das empresas/negócios que se candidataram a receber aportes de capital.

De qualquer maneira a questão sobre a influência das limitações do marco institucional brasileiro continua sendo uma questão em aberto - e uma hipótese a ser testada.

O quadro a seguir apresenta os resultados das respostas dos gestores ao questionário quanto a sua concordância em relação a uma série de afirmações sobre

o arcabouço jurídico-institucional brasileiro e sua influência sobre o ambiente geral de negócio das operações de PE/VC.

Estas afirmações foram formuladas de forma a testar se o arcabouço jurídico-institucional representa um obstáculo ou pelo menos um constrangimento para a consecução dos investimentos em PE/VC e se estas limitações chegam a influenciar a estratégia de investimento das organizações gestoras.

Tabela 7.4: Percepção geral do gestor sobre a adequação do ambiente jurídico-institucional para as atividades de *private equity & venture capital* no Brasil.

	Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Neutro	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
2.1. O ambiente institucional brasileiro representa um obstáculo à concretização de operações de PE/VC (efetivação dos investimentos).	0,0%	58,3%	0,0%	41,7%	0,0%
2.2. Dada a experiência da organização Gestora pode se dizer que a negociação contratual se mostra mais complexa e morosa no processo de alinhamento dos interesses das partes no Brasil (PE/VC e empresários) se comparado a operações similares em países de maior tradição na indústria de PE/VC (ex. EUA e Europa).	8,3%	8,3%	16,7%	41,7%	25,0%
2.3. A proteção dos interesses da organização Gestora de PE/VC é baixa mesmo após um meticuloso processo de negociação contratual.	25,0%	16,7%	8,3%	41,7%	8,3%
2.4. Como Gestores acreditamos que a nossa organização estaria mais protegida em caso de conflito com o empresário e outros acionistas se estivesse em um país de tradição legal common law (EUA, Inglaterra, entre outros estados do Commonwealth).	0,0%	0,0%	25,0%	33,3%	41,7%
2.5. Nos casos de conflito com a Empresa investida, preferimos utilizar cláusulas resolutivas forçando a venda/compra de participação acionária ao invés de recorrer a instrumentos de mediação/arbitragem ou mesmo ao judiciário.	25,0%	16,7%	41,7%	8,3%	8,3%
2.6. Os termos básicos do contrato e as provisões contratuais elaboradas para a proteção dos interesses entre as partes se vêem limitadas em certa medida por aspectos legais.	0,0%	0,0%	16,7%	75,0%	8,3%
2.7. No tocante ao ambiente institucional (legislação, órgãos regulatórios, instituições de mercado aberto, etc) temos segurança quanto às diferentes estratégias de saída do investimento disponíveis (IPO, Trade-sale, Secondary-sale, Buyback, W rite-off/down).	0,0%	25,0%	0,0%	41,7%	33,3%
2.8. Com relação aos aspectos contratuais (acordos de acionistas) temos segurança quanto às diferentes estratégias de saída do investimento disponíveis (IPO, Trade-sale, Secondary-sale, Buyback, W rite-off/down).	0,0%	16,7%	16,7%	33,3%	33,3%
2.9. Sempre preferimos adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito entre as partes, mesmo que isso represente um maior investimento e conseqüente redução do retorno da operação (yield).	41,7%	33,3%	16,7%	8,3%	0,0%
2.10. A nossa estratégia de adquirir controle está mais relacionada a estratégia de investimento de obter o poder decisório do que a fatores relacionados a conflitos de interesse de natureza contratual com o empreendedor.	0,0%	18,2%	27,3%	36,4%	18,2%
2.11. Em caso de conflito entre as partes a mediação e/ou as câmaras de arbitragem são uma alternativa preferível ao judiciário.	0,0%	8,3%	8,3%	41,7%	41,7%

A primeira afirmação sobre o ambiente institucional brasileiro como um obstáculo à concretização de operações de PE/VC (efetivação dos investimentos) é refutada parcialmente por quase 60% dos respondentes (58,3%), enquanto que 41,7% ainda percebem algum constrangimento, mesmo que parcial, das instituições para com o ambiente de negócio. Esta distribuição de respostas parece indicar que o arcabouço

jurídico-institucional é sim uma questão a ser considerada, mas sem demasiada polarização. Em outros termos, há obstáculos sim, mas que não são suficientes para impedir em caráter absoluto a efetivação dos investimentos em PE/VC.

Esta interpretação é reforçada quando são consideradas as afirmativas que comparam o processo de negociação contratual e a percepção de segurança dos interesses da organização gestora no Brasil e em países de maior tradição da indústria de PE/VC. A maioria dos respondentes (66,7%) considera que, sim, o processo seria mais célere e menos complexo nos EUA ou em países europeus. 75% consideram que se sentiriam mais seguros quanto aos interesses de suas organizações se estivessem em países de tradição legal *Common Law*.

Mesmo após um meticuloso processo de negociação contratual, a percepção de proteção dos seus interesses é baixa para 50% dos respondentes; e 83,3% dos respondentes consideram que os termos básicos do contrato e as provisões contratuais elaboradas para a proteção dos interesses entre as partes vêm-se limitadas, em certa medida, por aspectos legais.

Estas respostas levam a concluir: na opinião dos operadores da indústria, sim, há limitações relacionadas às instituições e ao sistema legal, em particular ("*Civil Law*" vs. "*Common Law*"), assim como afirmam autores institucionalistas como La Porta *et al* (1998) e Lerner & Schoar (2004). Para estes, os países que adotam sistemas legais de origem no "*Common Law*" contam com instrumentos de proteção dos investidores mais efetivos se comparados a sistema legais de origem civilista. No entanto, não se consideram estas limitações como um obstáculo definitivo à realização do investimento, mas sim como uma complexidade a ser observada nas operações conduzidas dentro do ambiente institucional brasileiro.

A percepção de limitação jurídico-institucional se vê diluída no tocante às estratégias de saída do investimento disponíveis (IPO, *Trade-sale*, *Secondary-sale*, *Buyback*, *Write-off/down*³⁷), tanto no que concerne ao ambiente institucional (legislação, órgãos regulatórios, instituições de mercado aberto etc.) - para 75% das respostas - como aos aspectos contratuais - para 66% dos respondentes.

A percepção dos operadores do mercado de PE/VC corrobora as conclusões da seção sobre o marco institucional relativas à significativa evolução do arcabouço

³⁷ IPO: "*initial public offering*" em português, oferta pública inicial; Trade-sale: venda de todas as ações para um comprador estratégico, geralmente um grupo industrial interessado em promover a integração vertical ou horizontal de uma companhia alvo; *Secondary-sale*: venda de ações para um investidor temporário; *Buyback*: recompra de ações pelo proprietário do negócio ou empreendedor; *Write-off/down*: liquidação completa dos ativos da empresa e implica encerramento das suas operações.

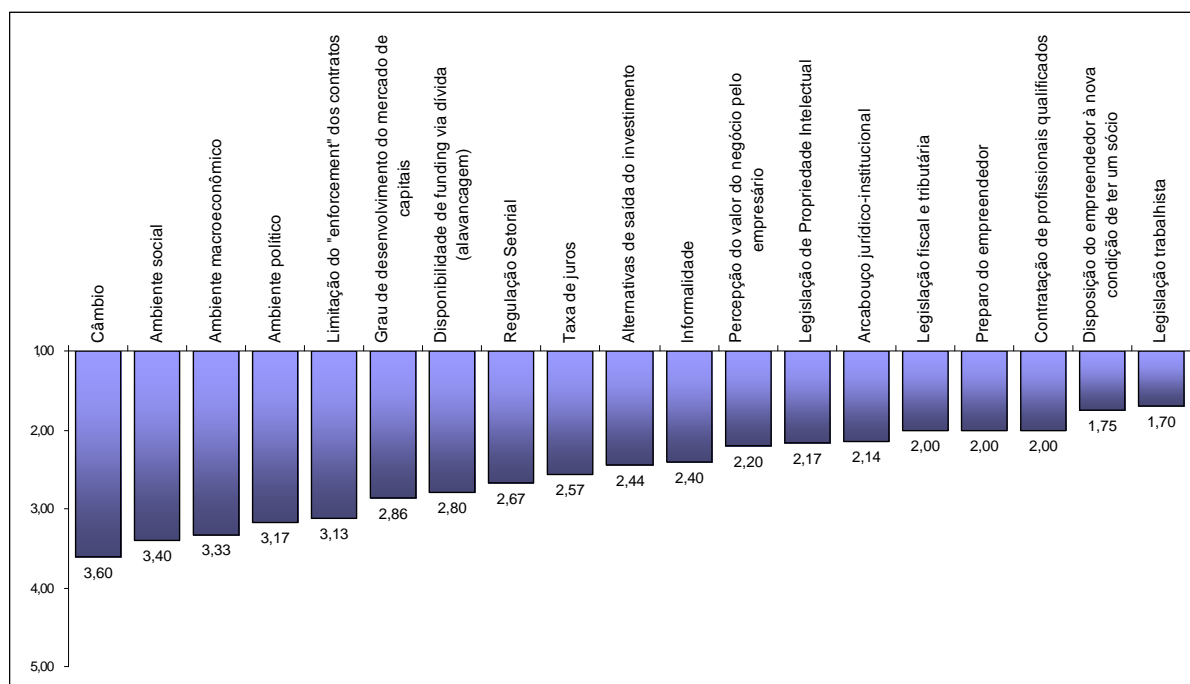
legal brasileiro no esforço de adaptação aos ditames das modernas práticas do mercado de capitais. Mais do que isso, representa uma percepção positiva sobre um dos aspectos fundamentais para a viabilização de operações de PE/VC, estratégia clara de saída para os investimentos realizados no mercado brasileiro. A evolução do marco institucional também é destacada pelo reconhecimento de 83,4% dos respondentes da mediação e/ou arbitragem, como alternativas preferíveis ao judiciário em caso de conflito entre as partes.

O que se depreende de mais importante das respostas desta seção do questionário: é a disposição de manter sua estratégia de investimento, independentemente das dificuldades impostas pelo ambiente jurídico-institucional.

75% dos respondentes refutam de forma clara a sujeição da sua estratégia de investimento à minimização de riscos de conflito. Ou seja, estas organizações não estão dispostas a abrir mão de seus retornos (*yield*) para adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito entre as partes. Para 54,6% dos respondentes, a aquisição do controle, quando acontece, está relacionada à estratégia de investimento de obter o poder decisório - e não a fatores relacionados à baixa coercitividade dos contratos em caso do advento de conflitos de natureza contratual com o empreendedor. Estes resultados coincidem com os dados apresentados no 1º Censo de PE/VC (Carvalho; Ribeiro, L; Furtado; 2006) de que a aquisição do controle não é um fator essencial para efetivação do investimento, conclusão corroborada naquele estudo pela indicação de que, dos 325 negócios realizados (investimentos efetivados), apenas 115 (35,3%) contemplava alguma espécie de controle.

Para melhor entender o peso da limitação do “*enforcement*”, dos contratos versus diversos outros fatores de caráter institucional ou não (econômicos, empresariais e negociais), de alguma maneira relevante para a decisão de investimentos, foi pedido aos respondentes para classificar as principais dificuldades, em sua opinião, para efetivação de investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras. O ranking de relevância a seguir apresenta estes resultados, sendo um (1) para o fator mais significativo e cinco (5) para o menos significativo.

Figura 7.4: Ranking das principais dificuldades para investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras (1 para o fator mais relevante e 5 para o menos relevante).



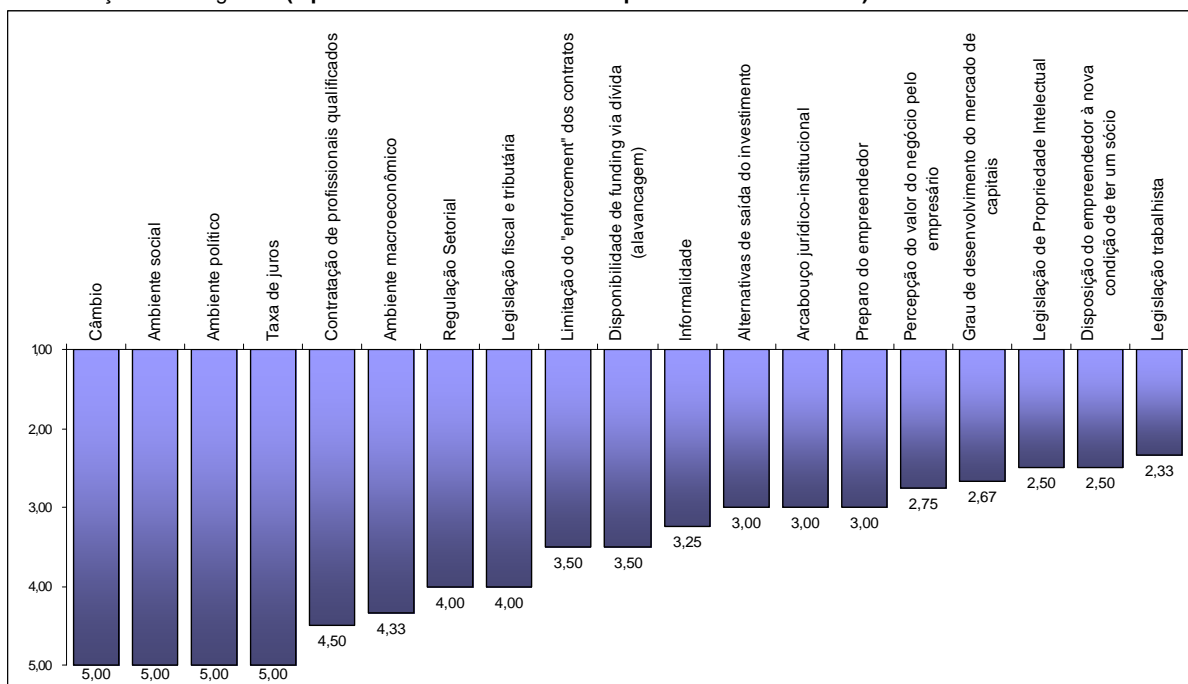
O fator mais relevante para os respondentes é a legislação trabalhista com índice de 1,70, o que não chega a surpreender, dada as conhecidas limitações desta área no Brasil.

Entre os cinco (5) fatores mais significativos (índice ≤ 2) figuram, ao lado do reconhecido arcaísmo da legislação trabalhista e da complexidade da estrutura fiscal e tributária brasileiras, três (3) aspectos microeconômicos: disposição (ou melhor, a não disposição) do empreendedor à nova condição de ter um sócio (1,75); contratação de profissionais qualificados para tocar o negócio (2,00); e o preparo (profissionalismo) do empreendedor (2,00). É a constatação do que se depreende nas entrevistas com gestores de PE/VC e bancas de advogados sobre os obstáculos para investir em empresas brasileiras.

Muitas vezes não há como prosseguir com os planos de investimento, não por questões relativas ao ambiente institucional ou à dificuldade na negociação contratual, mas porque a empresa não está preparada para ter um sócio profissional. Fatores como informalidade contábil e fiscal, que figuram no ranking com índice 2,40; visão empresarial limitada, que se manifesta no mais das vezes na percepção do valor do negócio por parte do empresário com índice 2,20; e baixo profissionalismo por parte do empreendedor, com a consequente necessidade de contratar profissionais, fator já citado acima, são fatores limitantes muito mais importantes para consecução dos investimentos de fundos de PE/VC do que qualquer fator de natureza macro: jurídico-institucional ou econômico.

Para verificar se a percepção quanto a estes fatores limitantes varia segundo a origem da instituição pesquisada (nacional ou estrangeira) o gráfico abaixo apresenta o ranking dos fatores segundo as respostas das instituições internacionais respondentes.

Figura 7.5: Ranking das principais dificuldades para investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras na percepção das Instituições Estrangeiras. (1 para o fator mais relevante e 5 para o menos relevante).



No geral a percepção é coincidente com os resultados do total da amostra. Entre os cinco (5) fatores mais significativos a legislação trabalhista (2,33) continua figurando no topo da lista; seguido de fatores internos da empresa, como: a disposição do empreendedor à nova condição de ter um sócio (2,50) e percepção de valor do negócio pelo empresário (2,75).

Interessante foi o destaque que o desenvolvimento do mercado de capitais (2,67) e a legislação de propriedade intelectual (2,50) ganharam na visão das instituições estrangeiras. A limitação do "enforcement" dos contratos pulou da 15ª para 11ª posição no ranking para as respondentes internacionais, demonstrando uma preocupação maior destas instituições com a sua capacidade de fazer valer seus interesses, através dos contratos firmados com as empresas no seu portfólio no Brasil.

7.2.3 Processo de Negociação dos Contratos (Acordos de Acionistas) de PE/VC

Após apresentar as percepções dos gestores de PE/VC sobre o ambiente jurídico-institucional, foi avaliado o processo de elaboração / negociação dos contratos. O objetivo era testar a hipótese de que em economias em transição, que apresentam limitações em seus sistemas legais e estruturas jurídicas, contratos flexíveis, direitos de controle e monitoramento pós-investimento e cláusulas claras de saídas são essenciais para a viabilização das operações de PE/VC.

Tabela 7.5: Percepção geral do gestor sobre o processo de negociação dos contratos (acordo de acionistas) de PE/VC.

	Discordo totalmente	Discordo parcialmente	Neutro	Concordo parcialmente	Concordo totalmente
4.1. Durante o processo de negociação e estruturação dos acordos de acionistas, procura-se adequar o caso concreto a padrões de operações pré-definidos pela organização Gestora.	0,0%	8,3%	0,0%	66,7%	25,0%
4.2. Nos acordos de acionistas as cláusulas de proteção ao investidor são consideradas "cláusulas pétreas", ou seja, não estão abertas a negociação.	0,0%	18,2%	9,1%	36,4%	36,4%
4.3. A negociação contratual é flexível dentro dos limites da legislação e das práticas correntes de mercado, ou seja, o Gestor de PE/VC apresenta alto grau de flexibilidade na negociação dos acordos de acionistas em função da oportunidade de investimento em avaliação.	0,0%	41,7%	8,3%	41,7%	8,3%
4.5. Durante a negociação de acordos de acionistas é uma preocupação sempre presente do fundo fazer constar em contrato cláusulas que resguardem os interesses do Gestor de comportamentos oportunistas por parte do empresário ou situações de assimetria de informação na gestão da Empresa.	0,0%	0,0%	8,3%	8,3%	83,3%
4.6. Em economias como a brasileira, que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, contratos flexíveis são essenciais para a realização da operação de PE/VC.	8,3%	33,3%	8,3%	41,7%	8,3%
4.7. Em economias como a brasileira, que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, direitos de controle são essenciais para a realização da operação de PE/VC.	0,0%	33,3%	8,3%	25,0%	33,3%
4.8. Em economias como a brasileira, que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, participar da gestão da Empresa é essencial para o sucesso da operação de PE/VC.	8,3%	0,0%	8,3%	41,7%	41,7%
4.9. Em economias como a brasileira, que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, claros dispositivos de saída são essenciais para a realização da operação de PE/VC.	0,0%	0,0%	16,7%	33,3%	50,0%

O primeiro destaque dos resultados desta seção é a constatação de que a negociação / estruturação contratual segue um processo de adequação do caso concreto aos padrões de operações pré-definidos pela organização gestora. Os respondentes concordaram totalmente em 25% das observações e parcialmente em 66,7% de que se procura adequar o caso concreto aos padrões operacionais da sua organização. O que significa que há uma limitação quanto ao grau de flexibilidade na elaboração dos instrumentos contratuais junto à empresa que receberá o aporte de capital.

Mais importante ainda é que a organização gestora não apresenta grande disposição em flexibilizar os seus padrões operacionais quando o tema é negociação contratual. É o que

indicam os resultados da pergunta sobre se as cláusulas de proteção ao investidor são consideradas "cláusulas pétreas" (não abertas à negociação).

72,7% dos respondentes concordam pelo menos parcialmente com esta afirmação (36,4%, totalmente). Esta percepção é reforçada quando a questão é posta em sentido positivo para com a flexibilidade. Apenas 8,3% dos respondentes concordam totalmente com a afirmação de que a negociação contratual é flexível dentro dos limites da legislação e das práticas correntes de mercado, ou seja, o gestor de PE/VC apresenta alto grau de flexibilidade na negociação dos acordos de acionistas em função da oportunidade de investimento em avaliação. 41,7% concordam parcialmente e 41,7% discordam parcialmente. E por último apenas 50% dos respondentes consideram contratos flexíveis como um elemento essencial para a realização da operação de PE/VC. 41,7% discordam pelo menos parcialmente, sendo que 8,3% discordam totalmente.

A proteção aos interesses do gestor se dá a expensas da flexibilidade. 83,3% dos respondentes concordam com a seguinte afirmação: durante a negociação de acordos de acionistas é uma preocupação sempre presente fazer com que o fundo conste em contrato cláusulas que resguardem os interesses do gestor de comportamentos oportunistas por parte do empresário ou situações de assimetria de informação na gestão da empresa. É a reafirmação de que certos padrões devem ser observados para a proteção dos interesses do fundo.

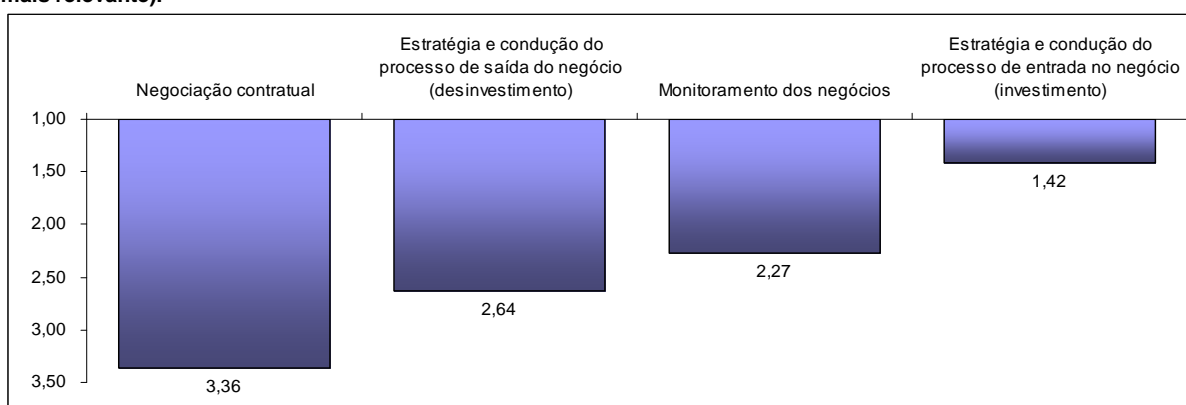
Encerrando a questão sobre o grau de *flexibilidade* na negociação contratual, 90% dos respondentes admitiram ter apenas um grau médio de flexibilidade diante de uma boa oportunidade de investimento, dado que a organização gestora possui contrato padrão. 10% admitiram baixa disposição em abrir mão dos seus padrões contratuais, mesmo diante de uma boa oportunidade de investimento.

Nesta seção do questionário, os respondentes tiveram também a oportunidade de indicar o grau de essencialidade para o sucesso da operação de PE/VC dos direitos de controle, da participação na gestão da empresa e do estabelecimento de dispositivos de saída claros. Coincidente com as respostas já descritas na seção sobre o Ambiente Jurídico-Institucional de que os fundos de PE/VC não estão dispostos a abrir mão das suas estratégias de investimento para adquirir o controle das operações, os direitos de controle figuram como os menos essenciais na visão dos gestores com apenas 58,3% de concordância sobre a essencialidade deste aspecto. Já a participação ativa na gestão via governança corporativa é considerado essencial para o sucesso da operação de PE/VC para 83,3%, sendo que 41,7% dos respondentes concordam totalmente com isso.

50% concordam totalmente e 33,3% parcialmente com a afirmação de que dispositivos de saídas claros são essenciais para a efetivação dos investimentos em *PE/VC*.

Por último foi questionada a importância relativa do processo de negociação contratual versus outros fatores, como: a definição estratégica e a condução do processo de investimento e de desinvestimento e de monitoramento dos negócios. O gráfico a seguir sumariza esses resultados.

Figura 7.6: Ranking da importância relativa da negociação contratual para o sucesso das operações de *PE/VC*. (1 para o fator mais relevante).



O que se depreende de mais representativo da análise dos resultados desta seção é a relativa rigidez quanto ao processo de negociação contratual. Esta rigidez pode ser entendida como resultado da seguinte lógica na decisão de investimento em *PE/VC*. Se o gestor por política de investimento decide não adquirir o controle, a sua participação minoritária vai implicar, como apontado por Ribeiro, C (2006), em maior dependência em provisões contratuais. De posse do controle majoritário, estas provisões e contingências perdem em grande parte a sua relevância, pois se tem o controle sobre a maior parte das ações com direito a voto.

Em suma, as restrições aparentemente impostas no processo de negociação contratual são uma forma de controle *ex-ante* dos fundos de *PE/VC* para com as empresas investidas.

As organizações gestoras, como entidades que procuram maximizar o retorno sobre os seus investimentos, e ao mesmo tempo contam com pouco ou nenhum benefício privado de controle sobre as empresas investidas, necessitam dos instrumentos de *financial contracting* para proteger seus interesses.

Assim, como destacam e Stromberg & Kaplan (2002), a alocação de direitos sobre o fluxo de caixa, os direitos de controle e cláusulas contingentes vinculadas à performance são essenciais para proteger os seus interesses.

Em seu papel, não em essência distinto de outros intermediários financeiros como os bancos, destacado por Gompers & Lerner (2001), as organizações gestoras de PE/VC zelam no processo de negociação contratual por determinadas provisões que em certa medida aproximam estes instrumentos contratuais de contratos de adesão característicos de outros intermediários financeiros, mas que ao contrário de apenas financiar, provêm suporte, no que Hellman (1998) denominou de “nursing”, agregando valor à gestão das empresas investidas, através da definição estratégica, suporte técnico e comercial, e na atração de profissionais chaves.

7.2.4 Instrumentos financeiros

7.2.4.1 Distribuição dos Instrumentos financeiros

Antes de apresentar os resultados sobre as motivações que levam a organização gestora a escolher determinado instrumento financeiro e/ou espécie de ações, segue abaixo tabela com a distribuição dos títulos mobiliários / classes de ações na amostra de empresas do portfólio das organizações respondentes.

Tabela 7.6: Distribuição de valores mobiliários e espécies de ações na amostra de empresas do portfólio dos gestores.

Valores Mobiliários / Espécie de Ações	Observações	%	Observações
Ações Ordinárias	8	32,0%	
Ações Ordinárias c/ Múltiplas Classes Ações	2	8,0%	
Ações Preferenciais	6	24,0%	"Golden Share" em 3 observações Direito a Voto em 6 observações Preferências resgatáveis em 8 observações (incluindo conversíveis)
Ações Preferenciais Conversíveis	3	12,0%	A conversão das ações preferências sem vinculação a performance
Debêntures	5	20,0%	Conversíveis em 3 observações em preferências e 1 em ordinárias (*) Inclusão de uma observação de Mezzanino como dívida conversível.
Sociedade Limitada	1	4,0%	
Total	25	100,0%	

Coincidente com os resultados de Offa (2005) e Ribeiro, C (2006) sobre a indústria de PE/VC brasileira, mais uma vez se constata a predominância de ações ordinárias. Em 40% dos investimentos foram utilizadas ações ordinárias (32%) ou ações ordinárias com múltiplas classes de ações (8%), seguida de 24% de ações preferenciais e 12% de ações preferências conversíveis. Também foram observadas 20% de debêntures/dívida conversível (Mezzanino) e 4% (uma observação) de sociedade limitada. Os resultados também são compatíveis, mas menos expressivos, com os obtidos na primeira etapa da presente pesquisa – *tipologia de análise de estruturas contratuais*. Na amostra de minutas de contratos constatou-se uma predominância de ações ordinárias: oito (8) em treze (13) contratos analisados (61,5%).

7.2.4.2 Motivações da escolha de determinados instrumentos financeiros pelos gestores

Segue quadro de motivações e suas respectivas freqüências na avaliação das organizações gestoras para a escolha de um determinado instrumento financeiro e/ou espécie de ações.

Tabela 7.7: Motivações da escolha dos instrumentos financeiros pelos gestores.

	Sempre	Usualmente	Frequentemente	As vezes	Raramente	Nunca
5.1. Garantir o controle, e reduzir possíveis problemas de conflito com o empreendedor.	16,7%	16,7%	0,0%	50,0%	16,7%	0,0%
5.2. Garantir direitos de preferência no retorno sobre o capital investido da organização Gestora.	25,0%	16,7%	16,7%	25,0%	16,7%	0,0%
5.3. Estrutura de capital mais adequada para Empresa investida.	33,3%	41,7%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.4. Facilidade e/ou celeridade no processo de negociação entre as partes para a organização Gestora de PE/VC.	8,3%	33,3%	33,3%	8,3%	16,7%	0,0%
5.5. Familiaridade e experiência com os instrumentos utilizados por parte da organização Gestora de PE/VC.	33,3%	33,3%	8,3%	16,7%	8,3%	0,0%
5.6. Conformidade à política de investimento da organização Gestora de PE/VC.	75,0%	16,7%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%
5.7. Outro (Favor especificar): Racional do investimento e perspectiva de saída.	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

As motivações relacionadas acima foram elaboradas a partir de três (3) aspectos condicionantes do processo de investimento em uma empresa de capital fechado: o primeiro relativo a direitos sobre o fluxo de caixa e de controle sobre a empresa investida; o segundo relacionado à estratégia de investimento da organização gestora no tocante à estrutura de capital (equação retorno vs. investimento, estratégia de saída etc.) e por último, aspectos relacionados ao processo de negociação e investimento, como a conformidade à política da organização gestora, a familiaridade, a celeridade e a facilidade. Em tese, como sugerido por Ribeiro, C (2006) o predomínio de ações ordinárias no Brasil poderia indicar certa reserva de alguns gestores quanto a confiar seus direitos a provisões contratuais (acordos de acionistas). Se este fosse o caso, a motivação controle deveria aparecer com destaque.

No entanto, reforçando os resultados das seções anteriores quanto à aquisição de controle, a escolha dos títulos mobiliários a serem usados nos investimentos aparentemente não tem como principal motivação a garantia do controle e redução de possíveis problemas de agência com o empreendedor. Apesar de 16,7% das respostas apontarem que esta motivação está sempre presente, para 66,7% dos respondentes ela está presente apenas às vezes (50,0%) ou raramente (16,7%).

As motivações mais frequentes na seleção dos instrumentos financeiros estão ligadas à conformidade a política de investimento da organização gestora de PE/VC.

100% dos respondentes admitiram que pelo menos frequentemente esta motivação se faz presente - com 75% dos respondentes declarando que ela está sempre na matriz de decisão. A estrutura de capital mais adequada aparece logo em seguida a reboque da política de investimento da organização gestora. Para 100% dos respondentes esta motivação está presente pelo menos frequentemente e 33,3% sempre. A familiaridade e experiência com os instrumentos utilizados, e a facilidade e/ou celeridade no processo de negociação por parte e para a organização gestora de PE/VC aparecem na sequência com 75% de observações, indicando que estas motivações estão presentes frequentemente, usualmente ou sempre. A familiaridade e experiência se destacam sendo indicadas como sempre presentes para 33,3% dos respondentes. Garantir direitos de preferência no retorno sobre o capital investido da organização gestora supera apenas a motivação relacionada a controle, 58,3% dos respondentes indica sua presença pelo menos frequentemente. Racional do investimento e perspectivas de saída foram apontados isoladamente como outras motivações possíveis na escolha dos instrumentos financeiros.

A predominância das motivações relacionadas à conformidade à política da organização gestora, a familiaridade, a celeridade e a facilidade pode indicar certa inércia por parte das organizações gestoras quanto à escolha das espécies e classes de ações. Este pode ser um dos fatores para a baixa utilização das ações preferenciais conversíveis³⁸ no Brasil *vis a vis* às práticas internacionais³⁹. Denotaria baixa sofisticação por parte dos gestores no Brasil na utilização dos instrumentos financeiros mais sofisticados, disponíveis no direito societário brasileiro. Nos termos de Stromberg & Kaplan (2003) o processo de evolução no sentido do desenvolvimento de contratos mais eficientes em PE/VC leva tempo e esforço. Ou seja, em tese há espaço para as organizações gestoras, caso haja disposição e flexibilidade, para o desenvolvimento de arranjos contratuais mais sofisticados em termos de proteção de seus interesses.

³⁸ Sahlman (1990), Gompers & Lerner (2001), Gilson & Schizer (2002), Stromberg & Kaplan (2003) entre outros autores atestam a superioridade das ações preferenciais conversíveis sobre outras classes de ações em função de suas características relativas à preferência na liquidação e na distribuição de dividendos, e por permitir a separação entre direitos de controle e sobre o fluxo de caixa. Neste sentido, as ações preferenciais conversíveis proporcionam maior proteção aos grupos de PE/VC se comparada a outras classes de títulos, ao possibilitarem estruturas contratuais mais eficazes na mitigação dos problemas de agência, na redução dos riscos dos gestores e no estabelecimento de incentivos ao empreendedor.

³⁹ Porcentagem de transações que se utilizam de ações preferenciais conversíveis: EUA: 95% e Europa: 54%, segundo Stromberg & Kaplan (2003).

7.2.5 Provisões contratuais: direitos sobre fluxo de caixa, de controle e cláusulas contingentes

Segundo Hart (2001), em desenvolvimento das teorias de Aghion & Bolton (1992) sobre contratos incompletos, a solução dos problemas de agência está ligado: 1) ao estabelecimento de incentivos que relacionem de forma eficiente a remuneração do empreendedor a medidas tangíveis de seu comprometimento com o sucesso do negócio; 2) à alocação dos direitos políticos.

A estruturação destes complexos arranjos contratuais se mostra tão mais importante em operações de PE/VC quando não se obtém o controle via aquisição da maioria das ações com direito a voto (ações ordinárias). Nestas circunstâncias as provisões contratuais relativas a direitos sobre o fluxo de caixa e direitos de controle são essenciais na proteção dos interesses das organizações gestoras. E estas no mais das vezes se encontram vinculadas a uma série de condicionantes que visam a um só tempo incentivarem comportamentos desejáveis para o sucesso do empreendimento e proteger o interesse das organizações gestoras. Segundo observações de Stromberg & Kaplan (2002) quase 73% das rodadas de financiamento de PE/VC no mercado norte americano apresentam algum tipo de cláusula contingente.

7.2.5.1 Direitos sobre fluxo de caixa

Os direitos sobre fluxo de caixa são os mais difíceis de serem medidos⁴⁰, em função de sua vinculação à própria natureza das ações e suas classes em que se efetivou o investimento e seu caráter na maioria dos casos contingentes. Assim, a pesquisa, ao tratar o tema de direitos sobre o fluxo de caixa, procurou investigar com que frequência a alocação destes direitos é condicionada à medida de performance da Empresa, ou outra contingência, como forma de controle de eventuais problemas de agência na relação com a organização gestora.

Das organizações respondentes 80% consideraram ser *praxe* constituir vinculações, as chamadas cláusulas contingentes, dos direitos sobre o fluxo de caixa. E para as oito (8) respostas afirmativas das dez (10) organizações gestoras que responderam

⁴⁰ Conforme citação a Stromberg & Kaplan (2003) na seção *Tipologia de Análise da Estruturas Contratuais*.

a esta questão foi obtido o seguinte quadro de frequência das diferentes espécies de vinculação⁴¹.

Tabela 7.8: Frequência das diferentes vinculações (cláusulas contingentes) dos direitos sobre o fluxo de caixa.

	Sempre	Usualmente	Frequentemente	Às vezes	Raramente	Nunca
Vinculação às medidas de performance financeiras	14,3%	28,6%	28,6%	0,0%	14,3%	14,3%
Vinculação às medidas de performance não-financeiras	16,7%	16,7%	33,3%	16,7%	0,0%	16,7%
Vinculação ao pagamento de dividendo ou resgate ("redemption")	12,5%	0,0%	12,5%	37,5%	25,0%	12,5%
Vinculação às condições resolutivas	25,0%	0,0%	12,5%	25,0%	12,5%	25,0%
Vinculação à oferta de ações	37,5%	25,0%	0,0%	0,0%	25,0%	12,5%
Vinculação à permanência do fundador na Empresa	0,0%	28,6%	28,6%	28,6%	14,3%	0,0%

Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de desempenho financeiras (EBTIDA, Receita Líquida, Lucro Operacional etc.) são as mais frequentes. Para os respondentes estas vinculações financeiras figuram pelo menos frequentemente em 71,4% das observações, seguida das vinculações às medidas não financeiras (aprovação de órgão regulador, acordo de distribuição, conclusão de parceria estratégica, aprovação de patente etc.) que aparecem em 66,7% das observações pelo menos frequentemente. Outra contingência que figura com destaque é a oferta de ações (venda, resgate de ações em função da venda ou IPO etc.) frequente em pelo menos 62,5% das observações com 37,5% dos respondentes indicando esta vinculação como sempre presente em 37,5% dos casos.

A presença de cláusulas contingentes relacionadas a direitos sobre o fluxo de caixa parece ser mais comum nas percepções dos gestores brasileiros do que o verificado na pesquisa de Stromberg & Kaplan (2002). No mercado norte americano os direitos sobre o fluxo de caixa aparecem sujeitos a algum tipo de vinculação em 52,6% das observações. E considerando a predominância das cláusulas contingentes vinculadas a medidas de desempenho financeiras os resultados da presente pesquisa se destacam ainda mais em relação aos resultados de Stromberg & Kaplan. Para aqueles autores 17% dos acordos de investimentos apresentavam alguma vinculação à performance financeira da empresa investida, sendo que tomando isoladamente os direitos sobre o fluxo de caixa esta vinculação aparecia em apenas 8% das observações.

Estes resultados devem ser analisados com cuidado à medida que as metodologias de pesquisa utilizadas são divergentes. Stromberg & Kaplan tiveram acesso a 213 investimentos de VC em 119 empresas de portfólio e tabularam a partir da análise desta documentação cláusulas contingentes de acordo com a sua natureza. Na

⁴¹ Contingências nos termos de Stromberg & Kaplan (2002). Ver anexo D.

presente pesquisa perguntou-se ao gestor: baseado em sua experiência e conhecimento, qual a frequência em que os referidos direitos sofrem alguma forma de vinculação e quais são as mais frequentes. O que se denota dos resultados é que a resposta do gestor, que pode ser de natureza intuitiva (percepção), é de que a utilização de cláusulas contingentes relacionadas aos direitos de fluxo de caixa parece ser uma prática comum. No entanto, a confirmação desta sinalização só poderia ser feita através de trabalho de análise de rodadas de investimento da mesma envergadura do empreendido por Stromberg & Kaplan no mercado brasileiro.

7.2.5.2 Direitos de Controle

O direito de controlar ou tomar as decisões estratégicas e de negócios da empresa é dado pelos chamados direitos de voto e de representação. O direito de voto mede o percentual de votos necessários para se efetivarem decisões corporativas. O direito de representação, por sua vez, refere-se à composição do conselho de administração (*Board*) de acordo com os interesses dos controladores da empresa.

Ao serem indagados sobre se é *praxe* constituir alguma forma de vinculação dos direitos de representação no Conselho de Administração ou direitos de voto a determinada medida de performance da empresa ou outra contingência como forma de controle de eventuais problemas de agência na relação gestor e empreendedor/fundador, 75% dos respondentes responderam afirmativamente. E para as seis (6) respostas afirmativas das oito (8) organizações gestoras que responderam a esta questão foi obtido o seguinte quadro de frequência das diferentes espécies de vinculação⁴².

Tabela 7.9: Frequência das diferentes vinculações (cláusulas contingentes) dos direitos de controle.

	Sempre	Usualmente	Frequentemente	Às vezes	Raramente	Nunca
Vinculação às medidas de performance financeiras	33,3%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%
Vinculação às medidas de performance não-financeiras	33,3%	16,7%	33,3%	0,0%	0,0%	16,7%
Vinculação ao pagamento de dividendo ou resgate ("redemption")	0,0%	16,7%	0,0%	16,7%	50,0%	16,7%
Vinculação às condições resolutivas	28,6%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Vinculação à oferta de ações	50,0%	16,7%	0,0%	0,0%	16,7%	16,7%
Vinculação à permanência do fundador na Empresa	0,0%	50,0%	0,0%	50,0%	0,0%	0,0%

Para os direitos de controle, a vinculação mais frequente é a relacionadas às medidas de performance não financeira (aprovação de órgão regulador, acordo de distribuição, conclusão de parceria estratégica, aprovação de patente etc.) com

⁴² Contingências nos termos de Stromberg & Kaplan (2003). Ver anexo XX.

83,3% das observações como frequentemente ou superior e 33,3% das respostas como sempre presente. Mais uma vez a vinculação à oferta de ações figura em destaque com 66,7% das observações pelo menos frequentemente, sendo 50% como sempre presente. As vinculações financeiras aparecem como a terceira mais frequente com 66,7% das observações pelo menos frequentemente, sendo 33,3% sempre presente.

Na comparação com os resultados de Stromberg & Kaplan (2002) vale a mesma ressalva na interpretação dos dados feita na seção anterior, que foram baseados na percepção dos gestores e não na análise efetiva dos instrumentos contratuais. No caso norte americano, as cláusulas contingentes relacionadas aos direitos de controle estão presentes em 50,7% das observações para os direitos de votos e 19,2% para os direitos de representação. As mesmas conclusões sobre as cláusulas contingentes sobre o fluxo de caixa são válidas aqui. Há indícios, baseados na percepção dos operadores do mercado de que a vinculação dos direitos de controle a condicionantes de performance financeira, e não financeira - dentre outras - é prática comum no mercado brasileiro de PE/VC. No entanto, como já sinalizado, as conclusões param por aí, não sendo possível fazer maiores afirmações sobre a frequência da ocorrência destas provisões nos instrumentos contratuais.

7.2.6 Motivações das cláusulas contingentes

Como afirma Stromberg & Kaplan (2002) ao analisar os seus resultados versus as teorias de *financial contracting* o contrato ótimo de incentivo garante que o agente empregue suficiente esforço, através do condicionamento da compensação do agente a resultados mensuráveis do desempenho do empreendimento. A modulação de incentivos e a mitigação de possíveis conflitos são os fatores determinantes apontados pelas organizações gestoras no estabelecimento das cláusulas contingentes.

Tabela 7.10: **Motivações e fatores determinantes no estabelecimento das cláusulas contingentes.**

	Sempre	Usualmente	Frequentemente	Às vezes	Raramente	Nunca
Criar incentivos para o empreendedor para maximizar a performance do negócio	80,0%	10,0%	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Reduzir possíveis problemas de conflito com o empreendedor.	50,0%	30,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Facilidade e/ou celeridade no processo de negociação e obtenção da assinatura do acordo.	22,2%	22,2%	11,1%	22,2%	22,2%	0,0%
Familiaridade e experiência com os dispositivos contratuais da organização Gestora de PE/VC.	20,0%	40,0%	10,0%	20,0%	10,0%	0,0%
Conformidade à política de investimento da organização Gestora de PE/VC.	50,0%	0,0%	30,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Liquidez (Estratégia de Saída)	60,0%	30,0%	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%

80% dos respondentes apontaram que criar incentivos para o empreendedor maximizar a performance do negócio é uma motivação sempre presente. Já reduzir possíveis problemas de conflito com o empreendedor figura como sempre presente em 50% das respostas com 100% das observações com indicação pelo menos frequentemente. Relacionada à mitigação de possíveis conflitos, a liquidez (estratégia de saída) aparece como sempre presente em 60% das observações. Por último, aspectos relacionados ao processo de negociação e investimento, como a conformidade à política da organização gestora, a familiaridade, a celeridade e a facilidade aparecem como os menos representativos.

A análise das motivações apontadas pelos gestores indica que a elaboração de complexos arranjos contratuais só se justifica por motivações fortemente relacionadas ao sucesso do investimento, ou seja, fatores intrinsecamente ligados à maximização do desempenho da empresa investida e à mitigação do aparecimento de comportamentos oportunistas por parte do empreendedor.

7.2.7 Outros termos

A seguir é apresentada a distribuição de frequência de outros termos contratuais, dentre eles: direitos de preferência, e outros direitos de controle mais específicos.

7.2.7.1 Direitos de Preferência

82,4% das respostas indicaram que a organização gestora apresenta alguma espécie de direito de preferência sobre o retorno do capital investido, sendo que esta preferência incide sobre um montante variável em 93% dos casos. O tempo é uma variável considerada em 41,7% das observações e a condicionante em relação ao desempenho aparece em 50% das respostas. A preferência não está vinculada à performance em 72,7%, ou seja, ela permanece intocada durante a execução do

contrato independentemente da performance da empresa investida, como garantia do capital investido para o fundo de PE/VC.

Figura 7.7: Direito de preferência sobre o retorno do capital investido.

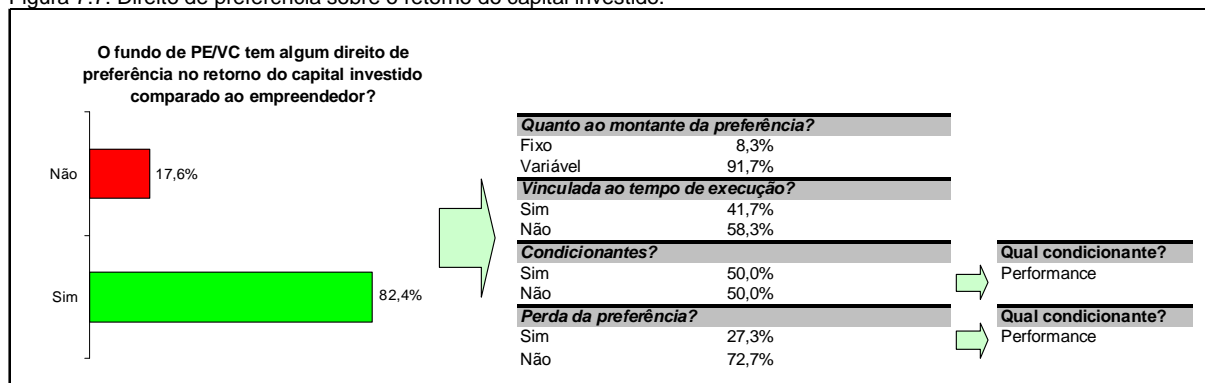
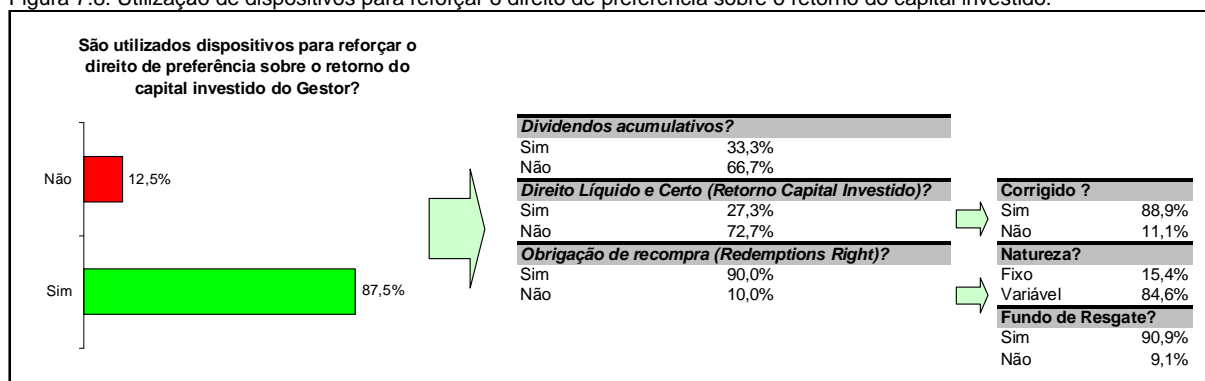


Figura 7.8: Utilização de dispositivos para reforçar o direito de preferência sobre o retorno do capital investido.



Na mesma linha das proteções dos interesses da organização gestora de PE/VC, 87,5% das observações apresentam algum tipo de dispositivo para reforçar o direito de preferência sobre o retorno do capital investido. O dispositivo mais comumente utilizado é a obrigação de recompra (*redemption rights*) em 90% das observações, sendo que destes 84,6% são da natureza variável, e em 90% dos casos se constitui fundo de resgate.

7.2.7.2 Vinculações ao direito de venda (*Tag Long* e *Drag Long*)

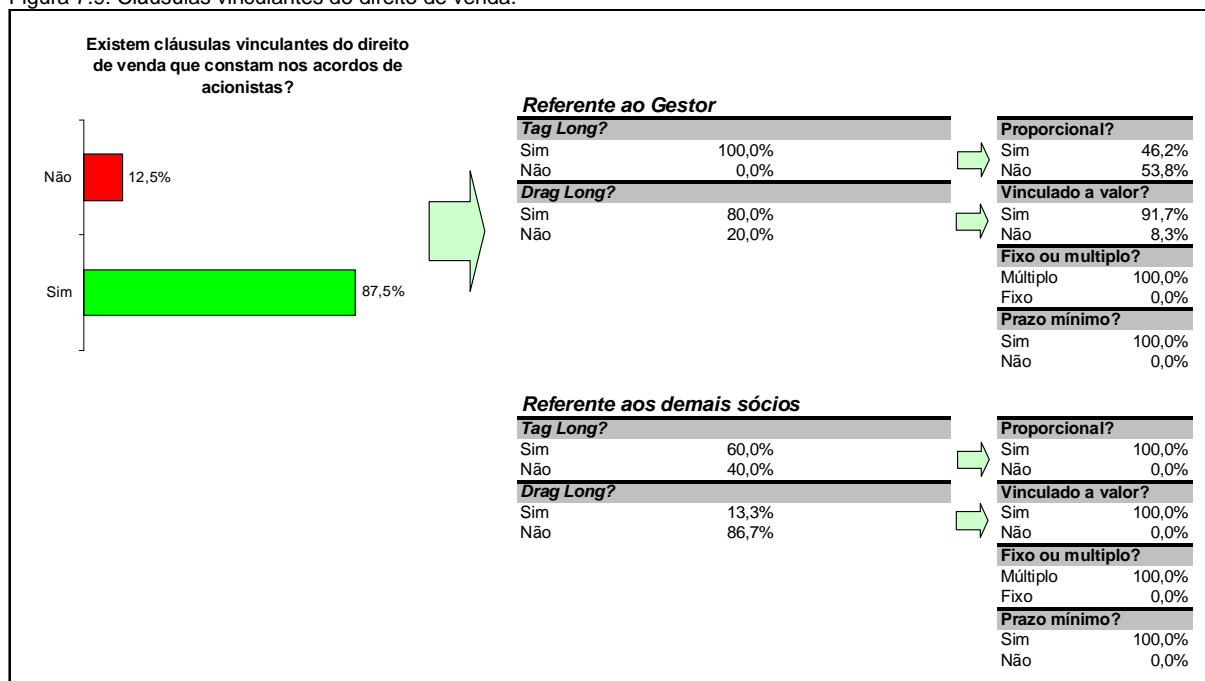
As cláusulas vinculantes do direito de venda aparecem em 87,5% das observações. Da perspectiva da organização gestora o *tag along*⁴³, como instrumento de proteção

⁴³ *Tag-Along Rights*: Direito contratual de investidor minoritário / acionista (tipicamente estabelecido em um acordo de acionistas) de vender suas ações (em base *pro rata*) junto com e aos mesmos preços do empreendedor / fundador ou acionistas majoritário, caso o fundador ou acionista majoritário decida vender suas participações a um terceiro interessado. Neste sentido, o investidor / acionista minoritário pode se atrelar (o "*tag along*") aos acionistas vendedores. Também referido

das posições minoritárias, figura em 100% das respostas afirmativas, sendo proporcional em 46,2% dos casos. Já o *drag along*⁴⁴ figura em 80% dos acordos de acionistas, sendo vinculado a valor em 91,7% dos casos. Sendo múltiplo e com prazo mínimo em 100% das observações.

Já da perspectiva dos demais sócios a frequência de *tag long* é reduzida para 60%, sendo 100% proporcional. Quanto ao *drag long* está presente em apenas 13,3% das observações.

Figura 7.9: Cláusulas vinculantes do direito de venda.



É interessante notar a diferença das vinculações do direito de venda na visão da organização gestora de PE/VC em relação aos seus próprios interesses e o dos demais sócios. Na posição de minoritária, ou na hipótese de vir a se tornar minoritária em subsequentes rodadas de investimento, a organização gestora sempre faz constar cláusula salvaguardando o seu direito de venda atrelado ao dos acionistas majoritários. O que não necessariamente é verdadeiro para os demais sócios. Portanto, esta cláusula deve estar sempre presente em qualquer

como direito de co-venda. Definição extraída de Aronson, Daniel H. & Traurig, Greenberg; Venture Capital – A Practical Guidebook for Capital-Seeking Business Owners, Managers and Advisors; 2006; Bowne & Co.

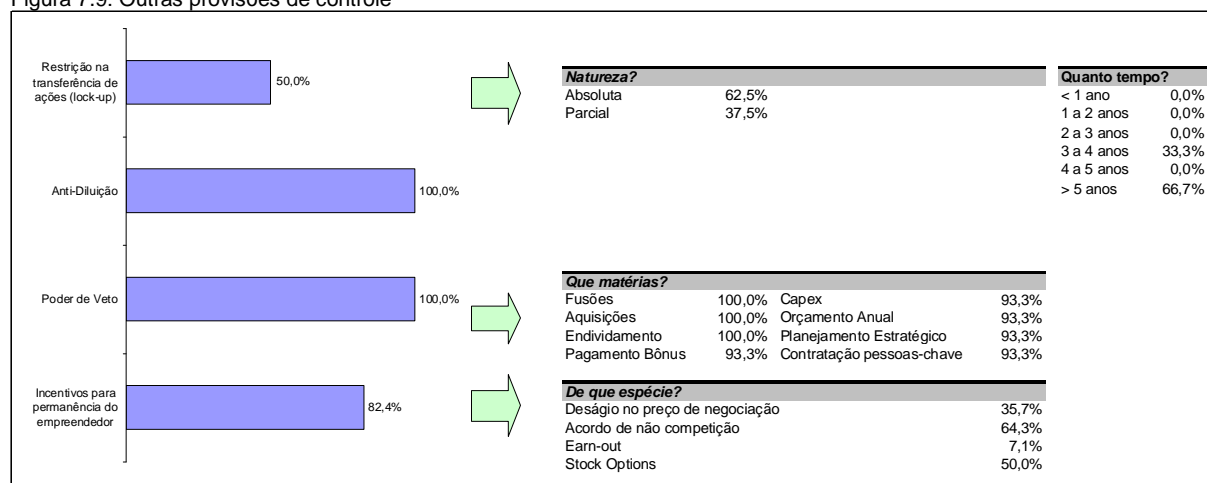
⁴⁴ *Drag-Along Rights*: Direitos contratuais (tipicamente constituídos em acordos de acionistas ou acordos de investimentos) que permitem um ou mais investidores / acionistas (frequentemente os possuidores de uma posição majoritária ou uma porcentagem específica das ações emitidas) de forçar (ou “drag”) todos os outros acionistas a concordar e participar de uma ação específica, como a venda da companhia, juntamente com os investidores / acionistas que tomaram a iniciativa. Esta provisão visa a prevenir que acionistas minoritários bloqueiem uma venda da companhia (aprovada por maioria) ao se recusar a vender suas participações. Definição extraída de Aronson, Daniel H. & Traurig, Greenberg; Venture Capital – A Practical Guidebook for Capital-Seeking Business Owners, Managers and Advisors; 2006; Bowne & Co.

circunstância como instrumento de proteção dos interesses da organização gestora, independentemente da posição de minoritário ou majoritário. Quanto ao *drag along*, a menor frequência (80%) poderia ser entendido como menor relevância desta cláusula contratual versus o *tag along*. No entanto, este resultado analisado à luz da frequência de observações do direito de *drag along* dos demais sócios de reduzidos 13,3%, leva a outra interpretação. O *drag along* é uma cláusula que figura em favor dos PE/VC e raramente é aceita em acordos de acionistas para os demais sócios. A racionalidade disto remete aos resultados desta pesquisa de que adquirir o controle não é condição essencial para efetivar o investimento. Assim, como minoritário a organização de PE/VC não deve conceder o direito às suas contrapartes majoritárias de carregar todos os sócios em uma eventual venda da empresa investida.

7.2.7.3 Outras provisões de controle

Para concluir esta seção de outros termos contratuais foram relacionadas quatro (4) provisões observadas na análise da tipologia de estruturas contratuais, que, pela relevância na proteção e no alinhamento dos interesses das partes (companhia investida e investidores), foram consideradas na pesquisa. No quadro abaixo seguem as respectivas frequências apuradas na pesquisa de campo.

Figura 7.9: Outras provisões de controle



As cláusulas de restrição na transferência de ações, as chamadas *lock-up provisions* figuram em 50% da amostra de empresas investidas para os quais foram obtidos dados (18 observações). Destas respostas 62,5% afirmaram que a restrição é de caráter absoluto e 37,5% parcial, sendo que tivemos apenas três respostas para o

tempo em que vigora esta restrição, sendo uma (1) resposta para o intervalo de 3 a 4 anos (33,3%) e duas (2) respostas para um intervalo > 5 anos.

As cláusulas de anti-diluição estão presentes em 100% das observações, sendo considerado um dispositivo de proteção de interesse indispensável para as organizações de PE/VC.

Quanto aos poderes de veto, os chamados direitos de anuência, de 15 respostas obtidas, 100% afirmaram possuir esta prerrogativa, conforme tabela de deliberações sujeitas ao veto / anuência dos acionistas. As decisões sobre fusões, aquisições e endividamento figuram em 100% das observações.

Por último figuram as provisões de incentivos para a permanência do empreendedor. De 17 observações, 82,4% afirmaram possuir algum tipo de dispositivo neste sentido. Dentre os mais usados figuram o acordo de não competição (64,3%) e as opções de ação (42,9%). O deságio no preço de ações também figura com destaque com 35,7% das observações. O *earn-out*⁴⁵ só foi citado em 7,1% dos casos.

7.2.8 Conflitos entre Organização Gestora de PE/VC e Empresa Investida

Durante a fase de pré-teste do questionário foi sugerido por uma das organizações gestoras fazer constar no questionário referência à incidência de conflitos entre fundos de PE/VC e empresas investidas de seus portfólios relacionados à execução de cláusulas de acordo de acionistas. O objetivo era aproveitar o esforço de pesquisa para identificar: 1) a frequência dessas ocorrências; 2) quais aspectos contratuais foram objetos das lides em questão; 3) como as instituições gestoras trataram esses casos; e 4) as consequências para a performance da empresa nos casos que levaram à saída do empreendedor.

Das doze (12) organizações gestoras que responderam ao questionário duas (2) afirmaram já ter vivido algum tipo de conflito relacionado ao “*enforcement*” contratual (18,2%). Sendo que destas foram citadas as seguintes provisões contratuais como objeto dos conflitos em questão:

⁴⁵ *Earn-out*: termo utilizado por investidores de *private equity* e *venture capital* para descrever uma fórmula pela qual a gestão de uma empresa alvo de investimento ganha uma participação maior do capital da empresa através do atingimento de resultados acima de níveis pré-estabelecidos.

Tabela 7.11: Aspectos contratuais relacionados aos problemas de “enforcement” em conflitos em PE/VC.

Provisões contratuais	Ocorrências	%
Instrumentos financeiros (Títulos Mobiliários)	1	8,3%
Cláusulas contingentes relacionadas aos direitos sobre o fluxo de caixa	0	0,0%
Cláusulas contingentes relacionadas aos direitos de representação e de voto	2	16,7%
Direito de preferência no retorno do capital investido	2	16,7%
Alternativas de saída	1	8,3%
Restrição na transferência de ações	1	8,3%
Cláusulas vinculantes do direito de venda (Tag along / Drag along)	2	16,7%
Incentivos para manter o empreendedor (ex. Opções de Ações)	2	16,7%
Acordos de não-competição	1	8,3%
Outro (favor especificar):	0	0,0%
Total	12	100,0%

Com base na distribuição das respostas não é possível destacar um fator como o mais problemático nos acordos entre as organizações gestoras de PE/VC e as empresas investidas. Com exceção das cláusulas contingentes relacionadas aos direitos sobre o fluxo de caixa, que não foi mencionada, todas as outras receberam pelo menos uma citação. Em duas (2) ou 16,7% das observações destacam-se as cláusulas contingentes relacionadas aos direitos de representação e de voto, os direitos de preferência no retorno do capital investido, as cláusulas vinculantes do direito de venda (*tag along / drag along*) e os incentivos para o empreendedor permanecer na companhia.

Apenas sete (7) observações indicam que nem o instituto da arbitragem foi acionado e muito menos o judiciário. Assim, pode-se inferir que esses conflitos foram resolvidos através de negociações envolvendo as próprias organizações gestoras e as empresas investidas, o que pode ter levado à decisão da saída do empreendedor ou do PE/VC. No entanto, os dados não permitem de forma conclusiva definir como esses conflitos foram conduzidos.

Quanto às consequências do conflito em termos de saída da organização gestora ou do empreendedor foram obtidas apenas cinco (5) observações. Dentre elas, duas (2) declaram que o conflito culminou com a venda da organização gestora ou com a saída do empreendedor (40%). Em referência ao que aconteceu com a performance da empresa para as situações que resultaram na saída do empreendedor, três (3) em cinco (5) observações (60%) afirmaram que o desempenho melhorou, 20% que não se alterou e 20% que piorou substancialmente. Também aqui, pela limitação da base de dados, não foi possível chegar a uma posição mais conclusiva sobre os resultados de ditos conflitos de natureza contratual entre organizações gestoras de PE/VC e empresas investidas.

7.3 Sumário

A presente seção apresentou os resultados da pesquisa de campo junto às organizações gestoras de PE/VC.

Esta etapa da pesquisa procurou ampliar o conhecimento empírico das percepções dos agentes operadores do mercado, envolvidos no processo de negociação dos acordos com as empresas investidas, sobre o ambiente jurídico-institucional brasileiro e sobre as práticas societárias no mercado de PE/VC, através da identificação das estruturas contratuais mais comuns nas operações de investimento realizadas no Brasil.

Guardadas as limitações da pesquisa quanto ao retorno dos questionários e da representatividade da abertura de informações no nível de cada empresa do portfólio, pode-se considerar que os resultados foram suficientes para melhor esclarecer a influência do ambiente jurídico-institucional sobre os negócios de PE/VC e sobre as principais práticas contratuais nestas operações.

Os dados da presente amostra não confirmaram a hipótese de pesquisa baseada nos resultados do 1^o Censo de PE/VC de que uma grande quantidade de negócios não concretizados a partir da fase de *due diligence* guardaria alguma relação com as limitações do marco institucional brasileiro. Em primeiro lugar esta hipótese não se confirmou em função da presente amostra ter apresentado taxas de sucesso muito mais representativas das propostas de investimentos que atingiram a fase de *due diligence* versus os dados do censo de PE/VC. Ou seja, de saída a problemática se viu substancialmente reduzida.

Em segundo lugar, relacionando estes resultados às percepções dos operadores da indústria de PE/VC quanto ao ambiente jurídico-institucional brasileiro de *baixa coercitividade*, fica claro que supostas limitações impostas pelo marco institucional exercem influência limitada sobre as decisões de investimento. Resultados como a rejeição por quase 60% dos respondentes de que o ambiente institucional brasileiro seja um obstáculo à efetivação dos investimentos em operações de PE/VC; e na clara disposição de manter sua estratégia de investimento, independentemente das dificuldades impostas pelo ambiente jurídico-institucional são fatores que enfraquecem as hipóteses de que investimentos não se realizam por tais limitações ou que estas de certa forma moldam os portfólios de investimentos.

O que se infere dos resultados é que no mais das vezes não há como prosseguir com os planos de investimento, não por questões relativas à baixa coercitividade dos contratos no Brasil ou à dificuldade na negociação contratual, mas porque a empresa (potencial investida) não está preparada para ter um sócio profissional. Informalidade contábil e fiscal, visão empresarial limitada e baixo profissionalismo por parte do empreendedor ganham mais destaques na visão dos gestores como fatores limitantes para consecução dos investimentos de fundos de PE/VC do que fatores de natureza jurídico-institucional ou econômica.

Quanto à hipótese de que em economias em transição, que apresentam limitações em seus sistemas legais e estruturas jurídicas, contratos flexíveis, direitos de controle e monitoramento pós-investimento e cláusulas claras de saídas são essenciais para a viabilização das operações de PE/VC, o que se depreende dos resultados é a relativa rigidez quanto ao processo de negociação contratual - baixa flexibilidade. Rigidez que pode ser entendida como resultado da lógica na decisão de investimento em PE/VC.

Se o gestor por política de investimento decide não adquirir o controle, a sua participação minoritária implica em maior dependência em provisões contratuais, separando direitos sobre fluxo de caixa e direito de controle. Assim, as restrições impostas no processo de negociação contratual são uma forma de controle *ex-ante* dos fundos de PE/VC para com as empresas investidas, o que limita a flexibilidade na negociação em favor dos direitos sejam eles sobre o fluxo de caixa e de controle essenciais à proteção dos interesses do fundo investidor e dispositivos claros de saída do investimento.

Quanto à escolha das espécies e classes de ações, fatores como a conformidade à política da organização gestora, a familiaridade, a celeridade e a facilidade como as principais motivações parecem indicar certa inércia por parte das organizações gestoras quanto à escolha das espécies e classes de ações. Ou seja, a baixa flexibilidade pode representar uma limitada disposição das organizações gestoras em explorar a utilização de múltiplas classes de ações e modelos de classes de ações reconhecidamente mais adequados para conformação dos dispositivos de proteção dos interesses das organizações de PE/VC, como as ações preferenciais conversíveis.

Com relação aos direitos sobre o fluxo de caixa e de controle foi destaque a presença das cláusulas contingentes como moduladores de incentivos e mitigadores de possíveis conflitos com os empreendedores.

Por último, a parte dos dados sobre frequência de outras provisões de controle mais comuns em contratos de PE/VC, destacam-se nesta seção os dados sobre a incidência de conflitos entre fundos de PE/VC e empresas investidas de seus portfólios relacionados à execução de cláusulas de acordo de acionistas.

A baixa taxa de retorno dos questionários não dá margem a maiores afirmações nesta pesquisa. Destacamos, no entanto, que entre as causas de litígio mais citadas há a predominância de aspectos relacionados ao desenlace da relação contratual - quando direitos de preferência no retorno do capital investido e cláusulas vinculantes do direito de venda (*tag along / drag along*) são colocadas à prova. Portanto infere-se que a atenção na estruturação destas provisões contratuais deve ser redobrada, por serem importantes instrumentos de saída do capital investido.

8 Conclusão

À luz das teorias em *financial contracting*⁴⁶ foi avaliada a adequação das estruturas contratuais em operações de PE/VC no Brasil, comparadas aos modelos e às estruturas contratuais mais praticados internacionalmente. A pesquisa visava a identificar possíveis influências do ambiente jurídico-institucional na celebração de contratos de operações de PE/VC e quais as implicações no que concerne à alocação de direitos sobre o fluxo de caixa e de controle.

Em primeiro lugar, os resultados da pesquisa permitem mais uma vez afirmar que de forma geral, dada a evolução do arcabouço institucional e das práticas corporativas no Brasil, a legislação brasileira não oferece maiores constrangimentos para a estruturação de complexos arranjos contratuais em operações de PE/VC no Brasil. Eventuais limitações podem surgir, mas que podem ser facilmente contornadas pelo que Ribeiro, C (2006) bem classificou de “*contract around*”.

Segundo, as supostas limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional brasileiro de *baixa coercitividade* contratual *per se* exercem influência limitada sobre as decisões de investimento.

No contato com os operadores de mercado de PE, constata-se a dita “*impossibilidade de contratar*” por questões relativas à informalidade contábil e fiscal, visão empresarial limitada, e baixo profissionalismo por parte do empreendedor. Questões estas relacionadas mais à capacidade de empreender do que a fatores relativos a limitações de caráter jurídico-institucional ou mesmo *funding*, que até a eclosão da recente crise financeira internacional era farto e de, relativo, fácil acesso.

Claro que fatores como a citada responsabilidade corporativa dos fundos de PE/VC no direito brasileiro para com as empresas investidas de seu portfólio e a complexidade e o arcaísmo das legislações tributária e trabalhista no Brasil podem influenciar decisões de investimentos. No entanto, estes fatores não estão ligados diretamente à questão contratual de *low enforcement*. Estes, entre outros, são itens da agenda de reformas institucionais que ainda não foram postas em curso por questões de caráter político e, principalmente, em função de suas implicações institucionais e socioeconômicas.

⁴⁶ - que tratam da separação de direitos sobre o fluxo de caixa e direitos de controle e das peculiaridades do ambiente jurídico-institucional brasileiro -

Com relação à estruturação de contratos ótimos no sentido do alinhamento dos interesses entre fundos investidores e empresários nas empresas investidas acredita-se, com base nos resultados obtidos, que isto dependa fundamentalmente da estratégia de investimento da organização gestora.

Caso a estratégia de investimento seja adquirir controle, as implicações de caráter contratual, ou qualquer desdobramento futuro relacionado a potenciais problemas com a execução das provisões contratuais de um acordo de acionista, tem menor relevância. Uma vez de posse da maioria das ações ordinárias, a organização gestora está no comando e pode fazer valer seus interesses de forma direta.

Por outro lado, quando a aquisição de controle não é a estratégia de investimento, como indica ser a maioria dos investimentos em PE/VC realizados no Brasil, as provisões contratuais de separadamente alocar direitos sobre o fluxo de caixa, de representação e controle, ganham em importância.

O quadro esquemático a seguir representa esta problemática.

Figura 8.1: Outras provisões de controle



Como amplamente recomendado na literatura e nos guias para *term sheets*⁴⁷, as ações preferências, em específico as classes conversíveis, são aquelas que melhor se adaptam às necessidades dos gestores de PE/VC. As ações preferenciais associadas aos acordos de acionistas permitem a alocação em separado dos direitos sobre o fluxo de caixa e de controle e a inclusão de contingências,

⁴⁷ Guia LAVCA para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity, Venture Capital – A Practical Guidebook for Capital-Seeking Business Owners, Manaregs and Advisors, dentre outros.

estabelecendo através desses mecanismos o conjunto de incentivos ótimos para o empreendedor e as necessárias proteções sobre o capital investido para a organização gestora.

Isto é a teoria. Na prática é preciso reconhecer que a estruturação de instrumentos contratuais em operações de PE/VC é uma das mais complexas especialidades do direito societário pelo caráter incompleto e intangível do que se está contratando.

Christopher Davis, *Special Counsel at MacCartner & English (USA)*, em recente seminário internacional⁴⁸ compartilhou sua experiência sobre o tema afirmando que a complexidade técnica da estruturação de tais contratos não pode ser subestimada. Segundo ele, a engenharia do alinhamento dos termos econômicos e do negócio em instrumentos contratuais exigíveis (*enforceable*) requer uma expertise muito específica, difícil de ser encontrada mesmo nos EUA.

A visão de mais este operador de mercado corrobora a argumentação de que a estruturação de instrumentos mais complexos na alocação de direitos e na proteção dos interesses das organizações gestoras de PE/VC depende de esforço do próprio mercado, através de ciclos evolutivos de desenvolvimento de modelos contratuais de crescente complexidade. Nas palavras de Stromberg & Kaplan (2003): *“se contratos são importantes para o sucesso das operações de VC, se esperaria que com o passar do tempo, os fundos de VC mais sofisticados e bem sucedidos implementariam contratos mais efetivos.”*

Por último, reconhecendo as limitações desta pesquisa com relação à base amostral, acredita-se que outros pesquisadores nas áreas de finanças, economia e/ou direito possam ampliar o conhecimento sobre a estruturação de contratos em operações de PE/VC brasileira.

Para cada instrumento financeiro utilizado e para cada provisão de alocação de direitos e proteção das partes incorporadas nos complexos arranjos contratuais em PE/VC há importantes questões de pesquisa a serem levantadas e esclarecidas, bastando para isso acesso a essas informações e método científico na exploração desses dados. Assim, recomenda-se a inclusão de seções sobre práticas contratuais em futuras iniciativas de pesquisa do GVcepe, Endeavour, LAVCA entre outras instituições que estudam a indústria de PE/VC para ampliar o conhecimento sobre esta importante área de estudo.

⁴⁸ US Brazil Venture Capital & Entrepreneurship Forum organizado pelo US - Department of Commerce e Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) – Ministério do Desenvolvimento; São Paulo; 12/mar/2008. Painel: Brazil Legal & Regulatory Framework.

9 Bibliografia

Livros, Teses, Dissertações e Artigos

AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*. Review of Economic Studies, Jul92, Vol. 59 Issue 200, p473, 22p, 1 graph.

ARONSON, Daniel H. *Venture Capital – A Practical Guidebook for Capital-Seeking Business Owners, Managers and Advisors*.

BAPAT, A. *How to value startups and emerging companies? Special Study. Summer 2004*

BATJARGAL, Bat; LIU, Mannie. *Entrepreneurs' Access to Private Equity in China: The Role of Social Capital*. Organization Science, Mar/Apr2004, Vol. 15 Issue 2, p159-172, 14p, 4 charts.

BOTTAZZI, Laura; DA RIN, Marco; and HELLMANN, THOMAS F. *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*. ECGI - Finance Working Paper No. 82/2005, IGIER Working Paper No. 283, Sauder School of Business Working Paper. February 21, 2005 Last Revised: August 15, 2005

BRUTON, Garry D.; AHLSTROM, David; SINGH, Kulwant. *The impact of the institutional environment on the venture capital industry in Singapore*. Venture Capital, Jul2002, Vol. 4 Issue 3, p197-218, 22p.

CAMPBELL, Andrew; BIRKINSHAW, Julian; MORRISON, Andy; VAN BASTEN BATENBURG, Robert. *The Future of Corporate Venturing*. (Cover Story) MIT Sloan Management Review, Fall2003, Vol. 45 Issue 1, p30-37, 8p.

CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da BOVESPA*. Trabalho preparado para a BOVESPA. Jan/2003.

CARVALHO, Antonio Gledson. *Lei das Falências, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil*. Texto preparado para a FEBRABAN. Maio/2003.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *Private Equity and Venture Capital in Brazil – The First Census*. SP, Saraiva, 2006.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASAMATA, Catherine. *Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists*. Centre for Economic Policy Research, No. 3475, July2002.

CHAPLINSKY, S; TRIANTIS, A. *The Early-Stage Term Sheet*. Darden Business Publishing. University of Virginia. 2004.

- CHAYA, Dma. *Survival strategies for start-ups*. Journal of Commercial Biotechnology, Jan2005, Vol. 11 Issue 2, p130-133, 4p.
- CHU, Priscilla, and HISRICH, Robert D.. *Venture capital in an economy in transition*. Venture Capital, Apr2001, Vol.3 Issue2, p169-182, 14p.
- CUMMING, Douglas; FLEMING, Grant; SCHWIENBACHER, Armin. *Liquidity Risk and Venture Capital Finance*. Financial Management (Financial Management Association), Winter2005, Vol. 34 Issue 4, p77-105, 29p.
- CUMMING, Douglas; SCHMIDT, Daniel, and WALZ, Uwe. *Legality and Venture Capital Around the World*. Center for Financial Studies. Working Paper No. 2004/17, April 2004.
- DENIS, David J. *Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence*. Krannert Graduate School of Management, Purdue University. Journal of Corporate Finance 10, 2004, p.301-326.
- EID, Florence. Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets. Business Economics, July 2006.
- ERNST & YOUNG. "How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe". 2007 Global Report.
- FARAG, Hady; HOMMEL, Ulrich; WITT, Peter; WRIGHT, Mike. *Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets*. Venture Capital, Oct-Dec2004, Vol. 6 Issue 4, p257-282, 26p.
- FOSS, Kirsten; FOSS, Nicolai J.. *Theoretical isolation in contract theory: suppressing margins and entrepreneurship*. Journal of Economic Methodology, Nov2000, Vol. 7 Issue 3, p313-339, 27p.
- FUNCHAL, Bruno e ARAUJO, Aloísio. "Nova Lei de Falências Brasileira: Primeiros Impactos". 2007.
- GILSON, R. & SCHIZER, D. in Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock. Feb. 2002. Columbia Law School. Working Paper No. 199.
- GOMPERS, Paul; (1998), "An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments". Working Paper, Harvard Business School.
- GOMPERS, Paul, and LERNER, Josh. *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*. The University of Chicago Law Review, Vol. 68, No. 1 (Winter, 2001), pp. 305-322.

- GOMPERS, Paul; and LERNER, Josh. *The Venture Capital Revolution*. *Journal of Economic Perspectives*. Spring2001, Vol.15 Issue 2, p145-168, 24p.
- HART, Oliver. *Financial Contracting*. *Journal of Economic Literature*, Dec2001, Vol. 39 Issue 4, p1079, 22p, 1 chart.
- HAW, In-Mu; HU, Bingbing; HWANG, Lee-Seok; WU, Woody. *Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions*. *Journal of Accounting Research*, May2004, Vol. 42 Issue 2, p423-462, 40p.
- HELLMANN, Thomas. *The allocation of control rights in venture capital contracts*. *RAND Journal of Economics*, Spring98, Vol. 29 Issue 1, p57-76, 20p.
- HELLMANN, Thomas, and Puri, Manju. *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. Graduate School of Business, Stanford University, September 2000.
- IHA, Márcio Yassuhiro. *Problemas de Agência no relacionamento fundo de capital de risco – empreendedor no Brasil: um estudo de caso*. São Paulo: EAESP-FGV, 2003, 138 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*. *Journal of Finance*, Oct2004, Vol. 59 Issue 5, p2177-2210, 34p, 9 charts.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. *Review of Economic Studies*, March 2002, Vol. 70 Issue 243, p281-315, 35p.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Venture Capital as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*. NBER Working Paper No. 8202. April 2001. JEL NO. G24, G32.
- KAPLAN, Steven; MARTEL, Frederic; STRÖMBERG. *How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* Working Papers 10096; November 2003; JEL No. G24, G32.
- KIRILENKO, Andrei A.. *Valuation and Control in Venture Finance*. *Journal of Finance*, Apr2001, Vol. 56 Issue 2.
- KLONOWSKI, Darek. *The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland*. *Post-Communist Economies*, Sep2005, Vol. 17 Issue 3, p331-348, 18p.
- LAVCA Latin America Venture Capital Association. *Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity*. Brasil, 2008. Baseado em “A Guide to Venture Capital *Term Sheets*” da British Venture Capital Association.

LA PORTA, Rafael, Florencio Lopes-de-Silanes, SCHLEIFER, Andrei, and VISHNY, Robert, 1997, "*Legal Determinants of External Finance*" *Journal of Finance*, Vol. 52, NO.3, Papers and Procedures Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, 1131-1150.

LA PORTA, Rafael, Florencio Lopes-de-Silanes, and SCHLEIFER, Andrei, "*Corporate Ownership Around the World*", *The Journal of Finance*, Vol. 54, NO.2. April 1999, pp. 471-517.

LA PORTA, Rafael, Florencio Lopes-de-Silanes, SCHLEIFER, Andrei, and VISHNY, Robert, "*Law and Finance*", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, NO.6. Dec 1998, 1113-1155.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. Private Equity Investing in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 15, Number 4, Spring 2003.

LERNER, J. *Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms*. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No.1. (Mar., 1995), pp. 301-318.

LERNER, J; LEAMON, A. A Note on Private Equity in Developing Countries. 9-208-037. Rev: January 2, 2008.

LERNER, J.; SCHOAR, A. *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity*.

LERNER, J.; SCHOAR, A. *Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity*. MIT Sloan Working Paper 4468-04, February 2004.

LINS, Karl V. *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Mar 2003, Vol. 38 Issue 1, p159-184, 26p; (AN 10598399)

LITVAK, Kate. *Governance Through Exit: Default Penalties and Walkaway Options in Venture Capital Partnership Agreements*. The University of Texas, School of Law. Law and Economics Research Paper No.34 October 2004.

LOMBELLO, Andréia. Acordo de Acionistas: regulamentação das relações jurídicas de acionistas em Sociedades Anônimas paralelas ao Instrumento de Constituição da S.A. *Boletim Jurídico*. www.boletimjuridico.com.br. Acessado em 09/fev/2008.

MILGROM, Paul R.; Roberts, John. *Economics, organizations and management*. Prentice-Hall, Inc. 1992.

OFFA, Luiz Felipe West. *Contratos Financeiros entre Empreendedores e Gestores de Fundos de "Private Equity" e "Venture Capital": Teoria e Realidade no Caso*

Brasileiro. São Paulo, 2005. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV).

PAGANO, Marco and RÖELL, Elisa. *The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public*. The Quarterly Journal of Economics, February 1998.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. "Novo Mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas de nível 1 de Governança Corporativa". Dissertação de Mestrado, FEA-USP: SP, Jul03.

PINHEIRO, Armando C. *Economia e Justiça: Conceitos e Evidência Empírica*. Julho/2001. Rio de Janeiro: Instituto Futuro Brasil.

<http://ifb.com.br/arquivos/Castelar18-10.pdf>

PINHEIRO, Armando C. *Judiciário, Reforma e Economia: A Visão dos Magistrados*. Dez02. Disponível em

http://www.febraban.org.br/Arquivo/Destaques/Armando_Castelar_Pinheiro2.pdf.

RIBEIRO, Cinthia D. B. *Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian legal environment allow Private Equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies?* Dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the Master of Laws degree in International Economic Law at the University of Warwick, Sept 2006.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2005.

RIBEIRO, Ricardo. *The New Institutional Framework of PE/VC Industry: Corporate and Tax Law*. 2006.

ROCCA, Carlos A.. *Mercados de Capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado*. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

PRASAD, Dev; BRUTON, Garry D.; VOZIKIS, George. Signaling value to business angels: the proportion of the entrepreneur's net worth invested in a new venture as a decision signal. *Venture Capital*, Jul2000, Vol. 2 Issue 3, p167-182, 16p.

SAHLMAN, William. *The structure and governance of venture-capital organizations*. *Journal of Financial Economics*, Oct90, Vol. 27 Issue 2, p473-521, 49p

SALA-I-MARTIN et al, *The Global Competitiveness Index: Measuring the Productive Potential of Nations in World Economic Forum: Global Economic Index 2008*.

SHEINKMAN, José Alexandre. *Lula 1 x Lula 2: A ausência de uma proposta ambiciosa para atrair o capital privado parece refletir uma atitude ideológica da Lula 2*. Folha de São Paulo, domingo, 28 de janeiro de 2007.

SOHL, Jeffrey E. *The early-stage equity market in the USA*. Venture Capital, Apr99, Vol. 1 Issue 2, p101-120, 20p.

Valor Financeiro Especial. Private Equity & Venture Capital. Set/07. Ano 6, nº 7.

WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken. *Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis*. Journal of Business Finance & Accounting, Jun/Jul98, Vol. 25 Issue 5/6, p521-570, 50p, 1 chart, 1 diagram.

XIAOQING, Eleanor Xu. *Venture Capital and Buyout Funds as Alternative Equity Investment Classes*. Journal of Investing, Winter2004, Vol. 13 Issue 4, p74-82, 9p.

ZINGALES, Luigi. *Insider ownership and the decision to go public*. Review of Economic Studies, Jul95, Vol. 62 Issue 212, p425, 24p, 1 chart, 2 diagrams, 1 graph.

ZINGALES, Luigi and DYCK, Alexander. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. The Journal of Finance. Vol. LIX, NO. 2. April 2004.

Referência a textos legais

Manual de Legislação da Lei das S.A.'s. Editora Atlas, 10^a Edição. São Paulo, 2006.

10 Glossário

Ação ordinária: Ação que confere direito de voto em assembléia de acionistas da empresa. Em troca do direito de voto, os acionistas detentores dessas ações são os últimos na ordem de preferência, em caso de liquidação.

Ação preferencial: Ação sem direito a voto. Seus detentores possuem direito de preferência sobre acionistas ordinários no recebimento de dividendos e em caso de liquidação da empresa.

Acionista majoritário: Detentor de 50% ou mais das ações ordinárias de uma sociedade por ações.

Acionistas minoritários: acionistas que detém menos de 50% das ações de uma sociedade anônima ou sociedade em comandita de ações.

Anti-diluição: proteção para manter o valor da participação na empresa dos investidores em PE/VC, caso sejam emitidas novas ações com base em uma avaliação que seja inferior àquela na qual investiram originalmente.

Assimetria informacional (*asymmetric information*): custo de transação verificado em situações em que as partes não têm todas as informações relevantes para determinar se os termos de um contrato são mutuamente aceitáveis e se estão sendo cumpridos.

Civil law (Romano-Germanico): segundo definição de Merryman (1969) citado em La Porta *et al* (1998) é a tradição legal mais antiga, mais influente e a mais amplamente difundida no mundo. É originária do direito romano e se utiliza de estatutos e amplos códigos como fonte primária de ordenação do material jurídico,. Divide-se em três vertentes: Francesa, Alemã e Escandinávia.

Common law: segundo definição de La Porta *et al* (1998) referem-se à família de sistemas legais ditos do “*common law*” que incluem o direito da Inglaterra e aqueles modelados a partir deste. Caracterizam-se por se basearem nas decisões dos juízes que devem resolver disputas específicas. Precedentes de decisões judiciais formam as bases do “*common law*”.

Concordata: ato processual pelo qual o devedor propõe em juízo renegociação dos termos de seu passivo junto aos credores, a fim de que, concedida pelo juiz, evite ou suspenda a falência

Conselho de administração (Board em inglês): órgão constituinte da governança corporativa da empresa, composto por membros fundadores, diretores da empresa,

membros externos e representantes de investidores externos eleitos pelos acionistas.

Contratos incompletos: complexos arranjos contratuais elaborados de forma a trazer a priori o processo de tomada de decisão, caso se verifiquem certas condições previamente acordadas.

Desinvestimento (Divestment): oportunidade de saída para o investimento efetuado na empresa investida.

Direitos de controle: Alocação do controle entre as partes (sócios fundadores e investidores): % votos necessários para efetivação das decisões.

Direitos sobre o fluxo de caixa: direito sobre os fluxos de caixa futuros da empresa dado pela própria classe de ações (preferência na distribuição de dividendos das ações preferenciais, por exemplo) ou determinado por provisão contratual.

Direitos de liquidação (Liquidation): direito de exercer preferência no reembolso do montante investido, caso seja necessário liquidar a operação.

Direitos de representação: Composição do Conselho de Administração de acordo com os interesses das partes (sócios fundadores e investidores).

Direito de resgate (redemption): direito de requerer, sob determinadas condições, que a empresa recompre suas próprias ações dos investidores a um preço fixo.

Disclosure de informações: divulgação de informações financeiras e outros fatos / informações relevantes de uma empresa, regulamentado pelos órgãos reguladores do mercado e padronizada pelas normas contábeis geralmente aceitas (*General Accepted Accounting Principles*).

Dívida líquida do setor público: segundo definição do Banco Central do Brasil corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado-não financeiro e o resto do mundo.⁴⁹

Drag-along rights: Direitos contratuais (tipicamente constituídos em acordos de acionistas ou acordos de investimentos) que permitem um ou mais investidores / acionistas (frequentemente aqueles possuidores de uma posição majoritária ou uma porcentagem específica das ações emitidas) de forçar (ou “drag”) todos os outros acionistas a concordar e participar em uma ação específica, como a venda da companhia, juntamente com os investidores / acionistas que tomaram a iniciativa. Esta

⁴⁹ Site do BACEN <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/FinPub/cap5p.pdf> acessado em 06/dezembro/2008.

provisão visa prevenir que acionistas minoritários bloqueiem uma venda da companhia (aprovada por maioria) ao se recusar a vender suas participações.

Due diligence: auditoria realizada antes que o aporte de capital seja consumado em que são verificadas a consistência e a integridade dos demonstrativos financeiros da empresa em que se vai investir, além de aspectos de natureza legal como os passivos tributários, trabalhistas e ambientais, e eventuais contingências que possam emergir. Este processo visa dimensionar os riscos a que a organização de PE/VC está exposta durante o processo de investimento.

Early-stage businesses: companhias em fase inicial de operação, que oferecem a um só tempo alto potencial de retorno e alto risco (Sahlman, 1990).

Earn-out: provisão contratual utilizada para endereçar divergências de percepções quanto ao valor do negócio entre o empreendedor e a organização gestora de PE/VC. Normalmente consiste de fórmula baseada em indicadores de performance pela qual o empreendedor de uma empresa alvo de investimento ganha uma participação maior no capital da empresa caso ela atinja resultados acima de níveis pré-estabelecidos, e caso contrário, o negócio tiver um desempenho como esperado, a organização de PE/VC não terá pago um valor excessivo pela sua participação.

Empresa de capital fechado: sociedade constituída em diferentes formas de estrutura societária (limitada, sociedade anônima, etc.) que não tem o seu capital aberto, ou seja, os títulos de sua propriedade não são negociáveis no mercado de capitais, como as empresas de capital aberto.

Endowments: fundos de pensão que administram doações para fins acadêmicos.

Equity: parcela do investimento em capital próprio (patrimônio).

Falência: situação da empresa caracterizada pela total e irrecuperável insolvência financeira. A falência é determinada por decisão judicial, passando a massa falida (ativos remanescentes) a ser objeto de concurso entre os credores.

Financial contract: contratos financeiros avençados entre provedores de capital e aqueles que necessitam de *funding*.

Financial contracting: teorias sobre os diferentes tipos de contratos financeiros e suas características.

Governança corporativa: O International Finance Corporation (IFC)⁵⁰ define governança corporativa como a estrutura e os processos para condução e controle

⁵⁰ Referência site do International Finance Corporation
http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/DFI_Statement acessado em 06/dezembro/2008..

das empresas. A governança corporativa especifica a distribuição de papéis e responsabilidades entre os principais participantes na corporação – incluindo acionistas majoritários e minoritários, diretores, gerentes e outros interesses relacionados, entre eles empregados e credores – e explica as regras e procedimentos para tomada de decisão em assuntos corporativos.

Investimento estrangeiro direto: montante de ingressos de investimentos produtivos provenientes do exterior.

Investment grade: selo de investimento é um título concedido pelas agências de “rating”, que indica a capacidade de um país de cumprir seus compromissos.

Lock-up provision: cláusulas que condicionam o investimento à manutenção da participação dos fundadores; ou estabelecem que os sócios fundadores só possam alienar sua participação mediante a aprovação do investidor.

Low enforcement (baixa coercitividade): expressão amplamente utilizada na literatura para indicar países em que o ambiente jurídico-institucional não permite uma adequada proteção dos interesses estabelecidos nas relações contratuais privadas.

Moral hazard problems: comportamento oportunista.

Non binding documents: pré-contratos, não criando vínculo entre as partes, assinados na fase de negociação de operações de PE/VC que têm como objetivo apresentar primeira tentativa de regular os termos e condições para a constituição da sociedade entre as partes (sócios fundadores e investidor).

Oferta pública inicial de ações: o equivalente para a expressão inglesa “*Initial Public Offering*” (IPO), refere-se à primeira emissão de ações de uma empresa na bolsa de valores.

Private equity: Operações de financiamento de empresas privadas em estágio inicial ou posterior de maturação por investidores (terceiros) buscando altos retornos baseados tanto no perfil de risco da companhia como na baixa liquidez de seus ativos no curto e médio prazo.

Produto interno bruto (PIB): soma de toda a riqueza expressa em produtos e serviços produzida em um país em um determinado período de tempo.

Put provisions: direito de venda sobre a ação dos investidores, o que corresponde a obrigação do fundador de comprar estas ações a preço fixo pré-acordado com os ativos da empresa como garantia de pagamento.

Sindicalização: Investimentos realizados por dois ou mais organizações gestoras de PE/VC em uma mesma empresa, com o objetivo de diminuir a exposição do fundo ao risco específico de uma empresa e aumentar a capacidade de seleção de boas oportunidades de investimento.

Start-up: ver early-stage businesses.

Term sheets: documento relativamente curto (3 a 10 páginas) que apresenta os principais termos e condições de um investimento proposto, colocando de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação e criando um quadro para auxiliar o preparo dos documentos definitivos do investimento.

Venture capital: espécie de *private equity* caracterizado por empresas em fase inicial de estruturação, usualmente durante os primeiros anos de operação.

Vesting clauses: cláusulas de postergação do exercício de direito (às ações destinadas aos fundadores, etc.) por período pré-determinado como forma de incentivo.

Tag-along rights: Direito contratual de investidor minoritário / acionista (tipicamente estabelecido em um acordo de acionistas) de vender suas ações (em base pro rata) junto com e aos mesmos preços do empreendedor / fundador ou acionistas majoritário, caso o fundador ou acionista majoritário decidirem vender suas participações a um terceiro interessado. Neste sentido, o investidor / acionista minoritário pode se atrelar (o “tag along”) com os acionistas vendedores. Também referido como direito de co-venda.

11 Anexos

Anexo A – Tipologia de Análise Estrutura Contratual

	Demarest & Almeida	Levy & Salomão		Barbosa, Müssnich & Araújo					Souza, Cescon, Avedissian, Barrieu & Flesch	Camilo Sichelre				
Amostra (documentação obtida junto as bancas)	Acordo de Acionista	Purchase Agreement	Quota Purchase Agreement	Acordo de Acionista	Acordo de Acionista	Acordo de Investimento e Outras Avencas	Acordo de Investimento e Outras Avencas	Contrato de Compra e Venda de Ações	Acordo de Acionistas	Protocolo de Intenções	Estrutura de Investimento/Financiamento Proposta pelo (PropONENTE)	Indicative Term Sheet	Partes, Investimento e Estrutura da Transação	
Tipos e Classes de Ações (Securities)														
Ações preferências														X (Convertível em ações preferenciais)
Ações preferências conversíveis														X (Convertível em ações ordinárias)
Divida conversível ou Debênturas Conversíveis											X			X (Convertível em ações ordinárias)
Múltiplas Classes de Ações Ordinárias														
Ações ordinárias	X	X (Etda, com conversão de crédito junto a empresa investida em Caso de Participação)		X	X	X	X	X	X		X			
Quotas de participações em empresa Ltda.			X							X				
Outras (e.g. warrants - bônus de subscrição, etc.)													X (warrants vinculados a performance)	
Direitos sobre o fluxo de caixa (Pós-Acordo)														
Cláusulas Contingentes (Direitos vinculados a performance, por exemplo)	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (votante de participação do Diretor-Executivo vinculada a performance)	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie
Direitos de voto (Governança)														
Regras de Constituição de Maioria	X			X	X	X	X (acordo de sóciosita secreto)		X	X	X (Previsão Acordo de Acionista)	X (Previsão Acordo de Acionista)		X
Biretoria Executiva e Composição	X			X	X	X	X (Indicação do Diretor Financeiro)		X	X	X (Previsão Acordo de Acionista)	X (Previsão Acordo de Acionista)		X (Previsão Acordo de Acionista)
Cláusulas Contingentes (Direitos vinculados a performance, por exemplo)	Sem vinculação de nenhuma espécie			Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)		Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (votante de participação do Diretor-Executivo vinculada a performance)	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie
Direitos de representação no conselho de administração (Governança)														
Assembleia de Acionistas	X			X	X		X (acordo de sóciosita secreto)		X	X (Previsão Acordo de Acionista)	X (Previsão Acordo de Acionista)	X (Previsão Acordo de Acionista)		X
Conselho de Administração	X			X	X	X	X	X	X	X (Previsão Acordo de Acionista)	X (Previsão Acordo de Acionista)	X		X
Cláusulas Contingentes (Direitos vinculados a performance, por exemplo)	Sem vinculação de nenhuma espécie			Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)		Sem vinculação de nenhuma espécie de cláusula contingente	Sem vinculação de nenhuma espécie	X (votante de participação do Diretor-Executivo vinculada a performance)	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie	Sem vinculação de nenhuma espécie
Direitos de Liquidação														
Redemption Rights (Direito de recompra das ações ou similares)	X (A investidora pode assumir o processo de IPO)					X	X		X (Direito de imposição de venda conjunta a terceiro propostos a opção de venda para solução de impasse)		X	X		
Put option provisions									X (Opção de venda para solução de impasse)	X	X	X		X
Drag Along (Direito de Alienação da Totalidade do Capital Social)				X					X (Opção de venda para solução de impasse)	X	X	X		X (Direito de compra em caso de obstrução à venda)
Tag Along (Direito de Venda Conjunta)	X			X		X			X	X	X	X		X
Outros Termos														
Conversão Automática													X (Conversão automática de ações preferenciais em ações ordinárias mediante IPO de "1" superior ao preço de aquisição)	X (Direito de conversão de ações preferenciais em ordinárias)
Anti-Diluição													X (Full-ratchet - o preço de conversão será redefinido ao preço em que se nomeia ações em unidades)	
Direito de Preferência	X (Direito de preferência de subscrição na venda unitária com base na participação de cada sóciosita e Direito de Preferência na Transferência de Ações)			X (Direito de preferência na transferência de ações e direito de preferência na compra de ações em tesouraria e subscrição de novas ações)	X (Direito de preferência na transferência de ações)	X (Direito de preferência na transferência de ações)			X (Direito de primeira oferta)	X (Direito de preferência na transferência de ações e direito de preferência na compra de ações em tesouraria e subscrição de novas ações)	X (Direito de preferência na transferência de ações)	X (Direito de primeira recusa das ações ordinárias e recusa de venda em conjunto / Direito de primeira recusa na venda de ações preferenciais pelo fundador)	X (Direito de preferência de compra pelas fundadoras da participação dos investidores / Direito de preferência na subscrição de novas ações)	
Não Concorrência & Maturação (Vesting)	X (Obrigação dos fundadores de não praticar qualquer ato que possa a qualquer momento ocasionar a companhia investida por 2 anos após o seu desligamento como sóciosita)	X (Previsão de assinatura de "non-competitive agreement" entre a companhia investida e investidor)	X (relevo de não competição por 3 anos)						X (Cláusula de não competição por 3 anos e Período adicional de não-concorrência de 2 anos)	X (relevo de não competição por 3 meses)	X (relevo de não competição por 3 meses)	X (Manutenção das ações de voto do fundador em base majoritária)	X (Cláusula de não competição por "n" anos)	
Contingências														
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance financeiras			X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo faturamento mínimo)			X (Investimento condicionado a EBITDA mínimo e cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)	X (Cláusula de ajuste de participação vinculada a EBITDA)				X (votante de participação do Diretor-Executivo vinculada a performance)			
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance não financeiras			X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo aprovação do CADE e aprovação da autoridade regulatória)					X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo aprovação do CADE)					X (aprovação de órgão regulatório (CADE))	
Cláusulas contingentes vinculadas a pagamento de dividendo ou resgate (redemption)											X (previsão de resgate em ações caso a companhia não tenha recursos para honrar o valor acordado)			
Cláusulas contingentes vinculadas a condições resolutivas	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de acionista chave)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de acionista chave)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de acionista chave)			X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de empréstimo e a aquisição de totalidade das ações/instituição do capital)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de empréstimo)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contrato de empréstimo)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contratação do preço de exercício chave)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contratação do preço de exercício chave)	X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo contratação do preço de exercício chave)	X (compromisso de contratação de novos executivos chave (CEO e CFO) e acordo de propriedade intelectual)	X (previsão de não continuidade em entidades como T.A.)	
Cláusulas contingentes vinculadas a oferta de ações								X (pré de condições para o fechamento da operação, incluindo sumário de capital via emissão de ações)						X (direito de conversão de todas as ações em classe superior de preferência)
Cláusulas contingentes vinculadas a permanência do fundador na companhia				X (Lock-up previsto - obrigação de manutenção de participação dos fundadores)									X (Lock-up previsto - obrigação de manutenção de participação dos fundadores)	X (os ações fundadores não poderão alienar sua participação mediante aprovação do investidor)

Matriz de Conceitos e Definições

Termos	Definições
Tipos e Classes de Ações (Securities)	Classes de títulos mobiliários emitidos pela empresa investida. A Lei 10.303 estabelece as seguintes classes de ações: ordinárias, preferenciais ou de fruição.
Direitos sobre o fluxo de caixa (Cash Flow Rights)	Provisão contratual referente aos direitos sobre o fluxo de caixa gerado pelo empreendimento.
Direitos de Voto (Voting Rights)	Alocação do controle de acordo com os interesses envolvidos (empreendedor vs. investidor). Fatores como capacidade de <i>funding</i> pode influenciar, segundo STRÖMBERG and KAPLAN.
Direitos de Representação na diretoria (Board Representation)	Composição do conselho de administração de acordo com os interesses envolvidos (empreendedor vs. investidor). Fatores como capacidade de <i>funding</i> pode influenciar, segundo STRÖMBERG and KAPLAN.
Direitos de Liquidação (Liquidation Rights & Claims)	Preferência na liquidação da empresa em comparação ao direito do empreendedor. Outra característica importante desta provisão é a possibilidade de liquidar a empresa em caso de performance abaixo da expectativa.
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance financeiras	<ul style="list-style-type: none"> - O dividendo referentes as ações preferenciais, pagáveis em ações ordinárias, é suspenso se a receita e o lucro operacional atinge a meta definida. - O fundador recebe opções se a receita/lucro é atingida (ou não). - Fundo de PEVC pode somente exercer direito de voto sobre todas as suas ações se o EBIT estiver abaixo de nível pré-definido, situação em que o Fundo de PEVC obtém direito de voto. - Se o ganho líquido abaixo da meta, o fundo de PEVC ganhará três assentos adicionais no conselho de administração. - Fundador tem poder de veto sobre a venda da companhia por três anos, desde que a empresa atinja pelo menos 80% da receita e lucro antes dos impostos previsto no business plan. - Valor de liquidação do fundo de PEVC múltiplo do fluxo de caixa operacional líquido ou ganho líquido. - Se os ganhos estão abaixo da meta, o fundo de PEVC pode resgatar ações. - Fundos comprometidos liberados quando atingir a receita líquida projetada.
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance não financeiras	<ul style="list-style-type: none"> - As opções dos empregados têm seu exercício condicionado ao lançamento de segunda versão de um produto que incorpora significantes novas funcionalidades, aprovação do FDA* de nova droga, nova parceria corporativa concluída, ou patentes aprovadas, etc. - Fundo de PEVC reduz sua participação se um acordo de distribuição é obtido dentro de 3 meses. - Fundador recebe opções quando a companhia consegue meta do número de clientes que compraram o produto e deram feedback positivo. - Recursos comprometidos liberados quando novos testes clínicos forem concluídos, nova parceria estratégica concluída, ou patente aprovada. - As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à obtenção de parceria com corporação. - As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à aprovação de patentes.
Cláusulas contingentes vinculadas a pagamento de dividendo ou resgate (redemption)	<ul style="list-style-type: none"> - Se a companhia não pode pagar dividendos em dinheiro, o pagamento dever ser feito em ações ordinárias. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, fundo de PEVC fica com a maioria do conselho de administração. - Se a companhia deixar de pagar fração da receita como dividendo, o fundo de PEVC fica com a maioria do conselho de administração. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, o fundo de PEVC tem o direito de selecionar um banco de investimento para assessorar na venda do negócio. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, os dividendos acumulados aumentarão.
Cláusulas contingentes vinculadas a condições resolutivas	<ul style="list-style-type: none"> - Fundador aumenta a sua participação quando o VP de vendas e marketing é contratado, ou certa tecnologia é adquirida. - Fundo de PEVC fica com a maioria do conselho de administração se a companhia não consegue recrutar um CEO dentro de 9 meses. - Fundo de PEVC tem opção de resgatar as ações preferenciais até a contratação de novo CEO for aprovada pelos gestores do fundo. - Liberação de recursos comprometidos sujeitos a conclusão e aprovação pelo conselho de administração de novo plano de negócios para entrar em novos mercados, novo executivo chave ou CEO contratado, certa companhia adquirida, ou a companhia iniciar a construção de novas instalações.
Cláusulas contingentes vinculadas a oferta de ações	<ul style="list-style-type: none"> - Participação do fundador aumenta em relação não linear ao preço das ações obtido na venda ou IPO (Initial Public Offering). - O recebimento de dividendos em ações é cancelado mediante a IPO a valor mínimo, ou se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento acima de valor mínimo por ação. - Bônus de subscrição do fundo de PEVC expiram se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento onde ganhos e preço dos títulos excede meta. - Se a operação de IPO não ocorrer dentro de 5 anos, o fundo de PEVC tem o direito de forçar a venda da companhia.
Cláusulas contingentes vinculadas a permanência do fundador na companhia	<ul style="list-style-type: none"> - O fundo de PEVC pode resgatar ações preferenciais depois do IPO a um valor superior ao último valor antes da data do IPO. - Fundo de PEVC pode resgatar ações a valor de mercado. - Fundador perde opções de ações não vencidas uma vez rompido o vínculo com a companhia. - Fundador perde os direitos de voto (mas mantém os direitos sobre fluxo de caixa) de suas ações se for demitido por justa causa. - Liberação dos recursos comprometidos condicionada a permanência do fundador na companhia.

Baseado em STRÖMBERG, P & KAPLAN, Steven. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economics Studies (2002) 70, 281-315.

*FDA: Food and Drug Administration

Anexo B – Cartas de Apoio

Of. Circular 017/2008-DIRETORIA

Brasília, 19 de março de 2008.

Prezado(a) Gestor(a):

Gostaríamos de solicitar o seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que será conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

O Impacto na Governança e Contratos ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre esse mercado e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento empresarial.

Atenciosamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Evandro Mira de Paula e Silva'.

EVANDRO MIRRA DE PAULA E SILVA
Diretor



Rio de Janeiro, 26 de março de 2008
Pres. 05/2008

Aos Associados da ABVCAP
(Membros Efetivos)

Prezado Associado,

Gostaríamos de solicitar o seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que será conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

O **Impacto na Governança e Contratos** ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre esse mercado e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento empresarial brasileiro.

Atenciosamente,

Marcus U. Regueira
Presidente



31 de março de 2008

Prezado(a) Gestor(a)

Gostaríamos de solicitar seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que será conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-Eaesp.

A pesquisa ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre os impactos dos investimentos de PE/VC na governança corporativa das empresas investidas, as estruturas contratuais e a percepção dos gestores sobre o ambiente jurídico-institucional para esses investimentos no Brasil e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos e discussões sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e para o mercado de capitais.

Atenciosamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "João Batista Fraga".

João Batista Fraga
Diretor de Relações com Empresas

**EMPREENDER
-endeavor**

São Paulo, 18 de março de 2008

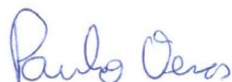
Prezado(a) Gestor(a):

Gostaríamos de solicitar o seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que será conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

O **Impacto na Governança e Contratos** ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre esse mercado e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento empreendedor no Brasil.

Atenciosamente,



PAULO VERAS

**Diretor-Geral
Instituto Empreender Endeavor**



Rio de Janeiro, 24 de março de 2008.

Prezado(a) Gestor(a):

Gostaríamos de solicitar o seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que será conduzida pelo GVCapo – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

O **Impacto na Governança e Contratos** ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre esse mercado e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento empresarial brasileiro.

Atenciosamente,

Patricia Freitas
Superintendente
Área de Investimentos

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS

Rio de Janeiro
Rua do Carmo, 210 - 11.º andar - Centro - Rio de Janeiro - RJ
CEP: 20014-001 - Fone: (21) 250-2100 - Fax: (21) 250-2101
CNPJ: 07.000.000/0001-91

Brasília
Rua do Arco do Leme, 3 - Centro - Brasília - DF
CEP: 70000-000 - Fone: (61) 304-1100 - Fax: (61) 304-1101
CNPJ: 07.000.000/0001-91

www.finep.gov.br

São Paulo
Rua do Estado do Rio de Janeiro, 15 - andar - Centro - São Paulo - SP
CEP: 01000-000 - Fone: (11) 304-1100 - Fax: (11) 304-1101

IBGC

Instituto Brasileiro de
Governança Corporativa

São Paulo, 01 de julho de 2008

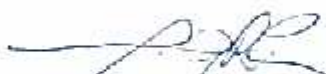
Ao
GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital
Fundação Getúlio Vargas

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa manifesta seu apoio à pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que está sendo conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

A pesquisa permitirá a ampliação do conhecimento sobre o mercado de Private Equity e Venture Capital fornecendo subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil, particularmente sobre as **práticas de governança corporativa** adotadas a partir desta modalidade de investimento.

Os resultados desta pesquisa também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo a impulsionar essa atividade e contribuindo para o desenvolvimento do empreendedorismo no Brasil através das boas práticas de governança corporativa.

Atenciosamente,



Mauro Rodrigues da Cunha
Presidente do Conselho de Administração

Av. Das Nações Unidas, 12.551
25º andar Conj. 2508 / WTC
Cep: 04578-903 São Paulo/SP
Tel. – 55 (11) 3043 - 7008
Fax. – 55 (11) 3043 - 7105



DIFI - 157 /2008

Rio de Janeiro, 28 de Julho de 2008.

À

Fundação Getúlio Vargas – FGV-EAESP
 GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital*
 A/C Sr. Caio Ramalho
 Av. 9 de Julho 2029 – 11º andar
 CEP: 01313-932 – São Paulo SP

Assunto: Carta de Apoio ao Estudo conduzido pelo GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP.

Prezados Senhores,

Fazemos referência à sua correspondência eletrônica datada de 17 de junho de 2008, na qual é solicitado o apoio da PETROS a pesquisa do GVcepe referente ao tema "Impacto da Governança Corporativa e Contratos", por meio de Cartas de Apoio da Petros, a serem enviadas aos Gestores da Indústria *Private Equity* e *Venture Capital*.

Na oportunidade, segue em anexo, a carta devidamente assinada por esta Fundação, corroborando nosso apoio à pesquisa a ser desenvolvida por este Centro de Estudos.

Atenciosamente,

Ricardo Malavazi Martins
 Diretor Financeiro e de Investimentos

Anexo: Carta de Apoio



DIFI - 157 / 2008

Anexo I – Carta de Apoio

Rio de Janeiro, 28 de Julho de 2008.

Prezado Gestor,

Gostaríamos de solicitar o seu apoio e participação na pesquisa **Impacto na Governança e Contratos** que está sendo conduzida pelo GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

O **Impacto na Governança e Contratos** ampliará substancialmente nosso conhecimento sobre esse mercado e fornecerá subsídios para aprofundar os estudos, discussões e pesquisas sobre o capital empreendedor no Brasil.

Os resultados também serão importantes para nortear as decisões dos agentes dessa indústria, bem como dos gestores de políticas públicas, de modo que se possa impulsionar essa atividade no país, cujo fortalecimento é de enorme interesse para a sociedade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento empreendedor no Brasil.

Atenciosamente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Ricardo Malavazi Martins".

Ricardo Malavazi Martins

Diretor Financeiro e de Investimentos

Anexo C – Compromisso de Confidencialidade

COMPROMISSO DE CONFIDENCIALIDADE

Fundação Getulio Vargas, por intermédio de sua **Escola de Administração de Empresas de São Paulo**, com sede à Avenida Nove de Julho, 2.029, em São Paulo, Capital, inscrita no CNPJ sob o nº 33.641.663/0003-06, doravante denominada **FGV-EAESP**, neste ato por seu Diretor, Prof. Fernando S. Meirelles, portador do RG nº4.279.738-X, cadastrado no CPF/MF nº 838.102.428-53, declara à empresa **NOME**, para todos os fins de direito, que, no âmbito do projeto intitulado "Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital" (CENSO):

(i) a FGV-EAESP reconhece que toda e qualquer informação recebida através dos questionários de pesquisa do Censo, que não sejam de conhecimento público no momento em que são obtidas, são consideradas confidenciais;

(ii) a FGV-EAESP se responsabiliza pela segurança e adequada utilização de toda informação confidencial;

(iii) a FGV-EAESP não divulgará, nem internamente, nem a terceiros, as informações consideradas confidenciais;

(iv) toda divulgação de dados do CENSO será exclusivamente realizada no formato agregado; exceção se faz às respostas às questões marcadas no questionário em coloração azul, que poderão ser divulgadas nos guias e anuários publicados pela FGV-EAESP, por seus parceiros ou por seus centros de pesquisa;

(v) exigirá, de todo pesquisador que solicitar acesso aos dados, a assinatura de um termo de confidencialidade; não lhe sendo franqueado acesso a dados individualizados por gestor ou fundo;

(vi) na hipótese de haver qualquer forma de divulgação das informações confidenciais a terceiros não autorizados, a FGV-EAESP será exclusivamente responsável pelos prejuízos, diretos ou indiretos, causados, sem prejuízo das demais cominações legais.

(vii) este compromisso não tem qualquer limitação de prazo

(viii) a responsabilidade pela guarda, manutenção e autorização de acesso de pesquisadores ou quaisquer outros usuários ao banco de dados cabe ao coordenador executivo do Centro de Private Equity e Venture Capital – GVcepe – da FGV-EAESP.

São Paulo, 14 de maio de 2007.

FGV-EAESP

Prof. Francisco Mazzucca

Diretor

Anexo D – Instrumento de Pesquisa

A seguir, o questionário nas seções relativas ao ambiente jurídico-institucional e contrato, objeto da presente pesquisa, é apresentado.

INTRODUÇÃO

O IMPACTO DOS INVESTIMENTOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS INVESTIDAS E OS INSTRUMENTOS CONTRATUAIS UTILIZADOS

1. A presente pesquisa acadêmica tem como objetivo identificar e mensurar a contribuição dos Gestores de Private Equity e Venture Capital na disseminação da Governança Corporativa no Brasil através de seus investimentos, bem como identificar os Instrumentos Contratuais que são utilizados nesse processo.
2. A pesquisa abrange todos os investimentos realizados pelos Gestores no Brasil entre o período de 1997 a 2007. Dessa forma, integram esta pesquisa tanto as empresas ainda constantes no portfólio do Gestor em 31 de Dezembro de 2007, quanto aquelas empresas que eventualmente tiverem sido desinvestidas ao longo dos últimos 10 anos (1997 a 2007).
3. A planilha denominada "Gestor" deve ser preenchida com os dados da empresa gestora de PEVC, bem como as impressões do mesmo sobre Governança Corporativa e Instrumentos Contratuais.
4. As planilhas denominadas "Empresa" deverão ser preenchidas com os dados individuais de cada uma das empresas investidas (ou já desinvestidas) que constavam no(s) portfólio(s) sob administração do Gestor entre 1997 e 2007. Para isso, o Gestor deverá utilizar uma planilha para cada empresa.
5. Esse arquivo em Excel contém 10 planilhas já criadas (de "Empresa A" até "Empresa J") ara auxiliá-los nas respostas. Caso o Gestor possua mais de 10 empresas, entre investidas e desinvestidas no referido período (1997 a 2007), basta copiar uma das planilhas em branco para o preenchimento dos dados das empresas adicionais.
6. Nos espaços destinados às respostas objetivas, basta marcar com um "X" a opção mais adequada à empresa em questão. Em alguns casos, também serão solicitadas informações adicionais para maiores esclarecimentos e maior acuracidade das informações.
7. Os dados quando disponibilizados em estudos e publicações o serão, exclusivamente, de modo agregado.
8. Todas as informações fornecidas são, e serão, tratadas de forma estritamente CONFIDENCIAL.
9. Em caso de quaisquer dúvidas, favor entrar em contato através do telefone: **(11) 3281-7768**.

Atenciosamente,
Caio Ramalho
Pesquisador do GVcepe - Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP

RESPONSÁVEL DO GESTOR PELAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO:

O respondente declara que todas as informações aqui contidas são corretas e refletem a realidade da Organização Gestora e das suas respectivas Empresas investidas, desinvestidas e co-investidas contempladas neste estudo.

Nome: _____ Cargo: _____

Telefone: _____ Email: _____

ATENÇÃO:

O respondente deverá ser profissional que tenha conhecimento sobre as atividades de PE/VC, desenvolvidas pelo Gestor no Brasil e que tenha conhecimento sobre o processo de análise, negociação de contratos, due diligence, investimento e monitoramento das Empresas investidas (e desinvestidas).

1. INFORMAÇÕES GERAIS DO GESTOR DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

1.1. Nome da Organização: _____

1.2. Endereço Completo:

Logradouro: _____ Número: _____ Complemento: _____

Cidade: _____ Estado: _____ CEP: _____

Telefone: _____ Fax: _____ Website: _____

1.3. Nome do(s) Principal(is) Executivo(s): _____

1.4. Início das Operações no Brasil: _____

1.5. Local de Origem:

a) Brasil b) Estados Unidos c) Europa d) Outros

Favor especificar: _____

1.6. Estrutura:

a) Independente b) Instituição Financeira c) Setor Público d) Grupo Industrial (Corporate Venture)

e) Family Office e) Outros

Favor especificar: _____

1.7. Número de Gestores no Brasil: _____

(São considerados gestores os profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas de PE/VC, i.e. captação, originação, análise, investimento, monitoramento, desinvestimento, etc)

1.8. Número de profissionais de apoio no Brasil: _____

1.9. Total de anos de experiência em PE/VC dos Gestores (inclui experiência internacional e no Brasil): _____

1.10. A organização está ativa em busca de oportunidades de investimento?

a) Sim b) Não

1.11. A organização tem a intenção de continuar (ou voltar) a investir em PE/VC no Brasil?

a) Sim b) Não

2. PERCEÇÃO GERAL DO GESTOR SOBRE A ADEQUAÇÃO DO AMBIENTE JURÍDICO-INSTITUCIONAL PARA AS ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO BRASIL

2.1. O ambiente institucional brasileiro representa um obstáculo à concretização de operações de PE/VC (efetivação dos investimentos).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.2. Dada a experiência da organização gestora pode se dizer que a negociação contratual se mostra mais complexa e morosa no processo de alinhamento dos interesses das partes no Brasil (PE/VC e empresários) se comparado a operações similares em países de maior tradição na indústria de PE/VC (EUA e Europa, por ex.).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.3. A percepção de proteção dos interesses da organização de PE/VC é baixa mesmo após um metucioso processo de negociação contratual.
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.4. Como Gestores acreditamos que a nossa organização estaria mais protegida em caso de conflito com o empresário e outros acionistas se estivesse em um país de tradição legal common law (EUA, Inglaterra, entre outros estados do Commonwealth).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.5. Nos casos de conflito com a empresa investida, preferimos utilizar cláusulas resolutivas forçando a venda/compra de participação acionária ao invés de recorrer a instrumentos de mediação/arbitragem ou mesmo ao judiciário.
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.6. Os termos básicos do contrato e as provisões contratuais elaboradas para a proteção dos interesses entre as partes se vêem limitadas em certa medida por aspectos legais.
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.7. No tocante ao ambiente institucional (legislação, órgãos regulatórios, instituições de mercado aberto, etc) temos segurança quanto às diferentes estratégias de saída do investimento disponíveis (IPO, Trade-sale, secondary-sale, Buyback, Write-off/down).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.8. Com relação aos aspectos contratuais (acordos de acionistas) temos segurança quanto às diferentes estratégias de saída do investimento disponíveis (IPO, Trade-sale, secondary-sale, Buyback, Write-off/down).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.9. Sempre preferimos adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito entre as partes, mesmo que isso represente um maior investimento e conseqüente redução do retorno da operação (yield).
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.10. A nossa estratégia de adquirir controle está mais relacionada a estratégia de investimento de obter o poder decisório do que a fatores relacionados a conflitos de interesse de natureza contratual com o empreendedor.
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.11. Em caso de conflito entre as partes a mediação e/ou as câmaras de arbitragem são uma alternativa preferível ao judiciário.
Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

2.12. Em sua opinião quais as 5 principais dificuldades que existem para investimentos de fundos de PE/VC em empresas brasileiras?
(Indique o ranking da relevância dos fatores de 1 a 5, sendo 1 para o fator mais significativo)

- a) Ambiente macroeconômico b) Ambiente político c) Ambiente social d) Arcabouço jurídico-institucional
e) Legislação trabalhista f) Legislação fiscal e tributária g) Legislação Propriedade Intelectual h) Regulação Setorial
i) Grau de desenvolvimento do mercado de capitais j) Câmbio k) Taxa de juros l) Disponibilidade funding via dívida (alavancagem)
m) Alternativas de saída do investimento n) Percepção do valor do negócio pelo empresário o) Informalidade
p) Preparo do empreendedor q) Contratação de profissionais qualificados r) Disposição do empreendedor a nova condição de ter um sócio
s) Outros

Favor especificar: _____

3. INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE A ORIGINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Favor preencher as informações a seguir sobre o número total de propostas recebidas pelo Gestor em 2005, 2006 e 2007

3.1. Qual o número total de propostas recebidas (deal flow total) pelo Gestor nos últimos 3 anos (2005, 2006 e 2007)?

- a) Candidatura espontânea (contato originado pela própria Empresa que busca recursos através de correio, e-mail, telefonema, etc): _____
 b) Indicação de intermediários (consultores, advisors, investidores de fundos geridos pelo próprio Gestor, outros Gestores de PEVC, etc): _____
 c) Originação pelo próprio Gestor: _____

3.2. Do total de propostas recebidas em 2005, 2006 e 2007, quantas foram efetivamente analisadas por completo pelo Gestor?

- a) Candidatura espontânea (contato originado pela própria Empresa que busca recursos através de correio, e-mail, telefonema, etc): _____
 b) Indicação de intermediários (consultores, advisors, investidores de fundos geridos pelo próprio Gestor, outros Gestores de PEVC, etc): _____
 c) Originação pelo próprio Gestor: _____

3.3. Do total de propostas recebidas pelo Gestor em 2005, 2006 e 2007, quantas iniciaram a fase de Due Diligence?

- a) Candidatura espontânea (contato originado pela própria Empresa que busca recursos através de correio, e-mail, telefonema, etc): _____
 b) Indicação de intermediários (consultores, advisors, investidores de fundos geridos pelo próprio Gestor, outros Gestores de PEVC, etc): _____
 c) Originação pelo próprio Gestor: _____

Desse total, favor especificar a quantidade de propostas que iniciaram o Due Diligence por estágio: (definições vide abaixo)

- a) Plano de Negócios ("Business Plan") _____ d) Expansão ("Expansion") _____
 b) Estruturação Inicial ("Start-up") _____ e) Estágio Avançado ("Later Stage") _____
 c) Capital Semente ("Seed Capital") _____

3.4. Do total de propostas recebidas pelo Gestor em 2005, 2006 e 2007, quantas efetivamente se tornaram investimentos?

- a) Candidatura espontânea (contato originado pela própria Empresa que busca recursos através de correio, e-mail, telefonema, etc): _____
 b) Indicação de intermediários (consultores, advisors, investidores de fundos geridos pelo próprio Gestor, outros Gestores de PEVC, etc): _____
 c) Originação pelo próprio Gestor: _____

Desse total, favor especificar a quantidade de propostas que efetivamente se tornaram investimentos por estágio: (definições vide abaixo)

- a) Plano de Negócios ("Business Plan") _____ d) Expansão ("Expansion") _____
 b) Estruturação Inicial ("Start-up") _____ e) Estágio Avançado ("Later Stage") _____
 c) Capital Semente ("Seed Capital") _____

Definições

Seed Capital: Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.

Start-Up: Aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar na prática o plano de negócios.

Expansion: Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão de planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing.

Later Stage: A empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.

4. PERCEPÇÃO GERAL DO GESTOR SOBRE O PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO DOS CONTRATOS (ACORDO DE ACIONISTAS) DE PEVC

4.1. Durante o processo de negociação e estruturação dos acordos de acionistas, procura-se adequar o caso concreto a padrões de operações pré-definidos pela organização gestora.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.2. Nos acordos de acionistas as cláusulas de proteção ao investidor são consideradas "cláusulas pétreas", ou seja, não estão abertas a negociação.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.3. A negociação contratual é flexível dentro dos limites da legislação e das práticas correntes de mercado, ou seja, o fundo de PEVC apresenta alto grau de flexibilidade na negociação dos acordos de acionistas em função da oportunidade de investimento em avaliação.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.4. Diante de uma boa oportunidade de investimento e dado que a organização gestora possui contrato padrão, qual é o seu grau de flexibilidade na negociação?

Alto Médio Baixo

4.5. Durante a negociação de acordos de acionistas é uma preocupação sempre presente do fundo fazer constar em contrato cláusulas que resguardem os seus interesses de comportamentos oportunistas por parte do empresário ou situações de assimetria de informação na gestão da empresa.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.6. Em economias como a brasileira que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, contratos flexíveis são essenciais para a realização da operação de PEVC.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.7. Em economias como a brasileira que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, direitos de controle são essenciais para a realização da operação de PEVC.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.8. Em economias como a brasileira que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, participar da gestão da empresa é essencial para o sucesso da operação de PEVC.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.9. Em economias como a brasileira que apresentam limitações quanto ao "enforcement" dos contratos junto ao sistema judiciário, claros dispositivos de saída são essenciais para a realização da operação de PEVC.

Discordo totalmente Discordo parcialmente Neutro Concordo parcialmente Concordo totalmente

4.10. Dos fatores indicados abaixo o que é mais importante para o sucesso das operações de PEVC?

Negociação contratual Monitoramento dos negócios Estratégia e condução do processo de saída
 (IPO, Trade-sale, Secondary-sale, Buyback, Write-off/down)

5. MOTIVAÇÕES DA ESCOLHA DE DETERMINADOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS PELOS GESTORES

Favor preencher as informações a seguir sobre as motivações da organização gestora na escolha dos instrumentos financeiros utilizados nos investimentos nas empresas investidas. (Ex.: porque investe através de ações preferenciais ou debêntures conversíveis ao invés de utilizar ações ordinárias).

5.1. Garantir o controle, e reduzir possíveis problemas de conflito com o empreendedor.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.2. Garantir direitos de preferência no retorno sobre o capital investido da organização gestora.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.3. Estrutura de capital mais adequada para empresa investida.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.4. Facilidade e/ou celeridade no processo de negociação entre as partes para a organização gestora de PE/VC.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.5. Familiaridade & experiência com os instrumentos utilizados por parte da organização gestora de PE/VC.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.6. Conformidade à política de investimento da organização gestora de PE/VC.

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

5.7. Outro (Favor especificar): _____

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

6. INFORMAÇÕES SOBRE ESPÉCIE DE CLÁUSULAS CONTINGENTES

Vide a pasta Glossário para definições e exemplos.

6.1. Nos acordos de acionistas, com que frequência é de praxe constituir alguma vinculação (cláusulas contingentes) dos direitos sobre o fluxo de caixa a determinada medida de performance da companhia ou outra contingência como forma de controle de eventuais problemas de agência na relação Gestor & Empreendedor/Fundador?

a) Não b) Sim (favor indicar abaixo a frequência das diferentes espécies de vinculação)

Vinculação à medidas de performance financeiras

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à medidas de performance não financeiras

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à pagamento de dividendo ou resgate ("redemption")

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à condições resolutivas

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à oferta de ações

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à permanência do fundador na companhia

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

6.2. Nos acordos de acionistas, com que frequência é de praxe constituir alguma vinculação dos direitos de representação no Conselho de Administração ou direitos de votos a determinada medida de performance da companhia ou outra contingência como forma de controle de eventuais problemas de agência na relação Gestor & Empreendedor/Fundador?

a) Não b) Sim (favor indicar abaixo a frequência das diferentes espécies de vinculação)

Vinculação à medidas de performance financeiras

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à medidas de performance não financeiras

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à pagamento de dividendo ou resgate ("redemption")

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à condições resolutivas

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à oferta de ações

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

Vinculação à permanência do fundador na companhia

Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

6.3. Na elaboração dos dispositivos contratuais de alocação dos controles supra citados (fluxo de caixa, representação e voto) existem motivações e fatores que são determinantes?

- a) Não b) Sim (favor indicar abaixo a frequência das diferentes espécies de vinculação)
- Criar incentivos para o empreendedor para maximizar a performance do negócio
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Reduzir possíveis problemas de conflito com o empreendedor.
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Facilidade e/ou celeridade no processo de negociação e obtenção da assinatura do acordo.
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Familiaridade & experiência com os dispositivos contratuais da organização gestora de PE/VC.
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Conformidade à política de investimento da organização gestora de PE/VC.
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Liquidez (Estratégia de Saída)
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca
- Outro (favor especificar): _____
 Sempre Usualmente Frequentemente Às vezes Raramente Nunca

7. CONFLITOS ENTRE ORGANIZAÇÃO GESTORA DE PE/VC E EMPRESA INVESTIDA

7.1. A organização gestora de PE/VC já enfrentou algum conflito com empresas investidas relacionado a execução de cláusulas de acordo de acionistas ("enforcement" contratual)?

- a) Não b) Sim

7.2. Quais aspectos contratuais estavam relacionados aos problemas de "enforcement" verificados? (Marque mais se for o caso)

- a) Instrumentos Financeiros (Títulos Mobiliários) b) Cláusulas contingentes relacionadas aos direitos sobre o fluxo de caixa
- c) Cláusulas contingentes relacionadas aos direitos de representação e de voto d) Direito de preferência no retorno do capital investido
- e) Alternativas de saída f) Restrição na transferência de ações g) Cláusulas vinculantes do direito de venda (Tag along / Drag along)
- h) Incentivos para manter o empreendedor (Opções de Ações) i) Acordos de Não Competição

7.3. A organização gestora de PE/VC utilizou o instituto da arbitragem para solucionar estes casos?

- a) Sim b) Não

7.4. Em algum caso o Judiciário chegou a ser acionado?

- a) Sim b) Não

7.5. Nas situações de conflito o que aconteceu com a rentabilidade do investimento?

- a) Foi fortemente afetada b) Foi afetada c) Foi moderadamente afetada d) Não foi afetada

7.6. Algum conflito chegou a situação limite de rompimento com a venda da participação da organização gestora ou a saída do empreendedor?

- a) Sim b) Não

7.7. O que aconteceu com a performance do negócio da empresa para os casos que resultaram na saída do empreendedor?

- a) Melhorou substancialmente b) Melhorou c) Não se alterou d) Piorou e) Piorou substancialmente

8. CARACTERÍSTICAS GERAIS DA EMPRESA INVESTIDA (OU DESINVESTIDA)

8.18. Qual foi o instrumento utilizado no investimento realizado?

a) Ações ordinárias

Possui múltiplas classes de ações? Sim Não

b) Ações preferenciais

(marque 1 ou mais opções)

Misto de ações preferenciais com ações ordinárias? Sim Não

Possuem "golden share"? Sim Não

As preferenciais possuem direito a voto? Sim Não

As preferenciais são resgatáveis? Sim Não

As preferenciais são conversíveis em ordinárias? Não Sim

Essa conversão é vinculada à performance? Sim Não

c) Mezanino

(marque 1 ou mais opções)

Possui garantia real? Sim Não

Qual o percentual de equity? _____

Que tipo de equity? Ações preferenciais Ações ordinárias

d) Debêntures

(marque 1 ou mais opções)

Possui garantia real? Não Sim

São resgatáveis? Não Sim

São conversíveis? Não Sim

Que tipo de equity? Ações preferenciais Ações ordinárias

Essa conversão é vinculada à performance? Sim Não

e) Outros

Favor especificar: _____

10. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Favor preencher as informações a seguir sobre as características da Empresa "Antes" e "Depois" do investimento do Fundo de Private Equity e Venture Capital:

a) As informações referentes ao "Antes" referem-se ao último ano da Empresa antes do investimento (ex. se o investimento foi feito em Maio/2004 então as informações de "Antes" serão as de Dez/2003).

b) As informações referentes ao "Depois" referem-se a Dez/2007. Caso a Empresa tenha sido desinvestida antes de Dez/07, a informação deverá referir-se ao último ano da Empresa antes do desinvestimento (ex. se o desinvestimento ocorreu em Maio/2005 ou Nov/2005 então as informações de "Depois" deverão ser referentes à Dez/2004)

10.18. A Empresa possui mecanismos formais extra-judiciais de resolução de controvérsias societárias?

a) Antes da Entrada do Fundo

Não Sim

Mediação? Sim Não

Arbitragem? Sim Não

b) Depois da Entrada do Fundo

Não Sim

Mediação? Sim Não

Arbitragem? Sim Não

12. INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE CONTRATOS

Favor preencher as informações a seguir sobre as características da Empresa "Depois" do investimento do Fundo de PE/VC:

As informações referentes ao "Depois" referem-se a Dez/2007. Caso a Empresa tenha sido desinvestida antes de Dez/07, a informação deverá referir-se ao último ano da Empresa antes do desinvestimento (ex. se o desinvestimento ocorreu em Maio/2005 ou Nov/2005 então as informações de "Depois" deverão ser referentes à Dez/2004)

12.1. O fundo de PE/VC tem algum direito de preferência no retorno do capital investido se comparado ao empreendedor?

- a) Não b) Sim
- Esta preferência possui alguma condicionante? Sim Não
- Essa preferência é condicionada ao desempenho da Empresa? Sim Não
- Citar outra espécie de condicionante se houver: _____
- Existe condicionante que faz esta preferência perder a validade? Sim Não
- Qual? _____
- O montante de preferência é fixo ou variável? Fixo Variável
- A preferência é vinculada ao tempo de execução do contrato? Sim Não

12.2. São utilizados dispositivos para reforçar o direito de preferência no retorno do capital investido do Gestor?

- a) Não b) Sim
- Dividendos acumulados (cumulative dividends) Sim Não
- Direito Líquido e Certo (recebimento do capital investido) Não Sim
- Corrigido desde a data de investimento? Sim Não
- Obrigação da empresa em recomprar suas próprias ações (redemption rights) Sim Não
- Outros (favor especificar): _____
- _____
- _____

12.3. Quanto aos redemptions rights qual é a sua natureza?

- a) Variável b) Fixa
- Constitui-se fundo de resgate? Sim Não

12.4. No acordo de acionista consta dispositivo de restrição na transferência de ações (lock-up)?

- a) Não b) Sim
- Qual a natureza? Absoluta Parcial
- Por quanto tempo? < 1 ano 1 a 2 anos 2 a 3 anos 3 a 4 anos 4 a 5 anos > 5 anos

12.5. Existem cláusulas vinculantes do direito de venda que constam nos acordos de acionistas?

- a) Não b) Sim
- Referentes ao próprio Gestor:
- Direito de venda conjunta (Tag along)? Não Sim
- O Tag along é proporcional? Sim Não
- Obrigação de venda conjunta (Drag along)? Não Sim
- O Drag along está vinculado a valor? Sim Não
- Múltiplo Fixo
- Inclui prazo mínimo de exercício? Sim Não
- Outros (favor especificar): _____
- _____
- _____
- Referentes aos demais sócios:
- Direito de venda conjunta (Tag along)? Não Sim
- O Tag Along é proporcional? Sim Não
- Obrigação de venda conjunta (Drag along)? Não Sim
- O Drag along está vinculado a valor? Sim Não
- Múltiplo Fixo
- Inclui prazo mínimo de exercício? Sim Não
- Outros (favor especificar): _____
- _____
- _____

12.6. A organização gestora na condição de minoritária faz constar no acordo de acionistas cláusulas de proteção anti-diluição?

- a) Não b) Sim

12.7. O fundo de PE/VC na posição de minoritário possui poder de veto?

- a) Não b) Sim
- (Marque 1 ou mais opções que se apliquem)
- Fusões Capex
- Aquisições Orçamento Anual
- Endividamento Planejamento Estratégico
- Pagamento de Bônus Contratação de pessoas-chave
- Outros
- Favor especificar: _____
- _____
- _____

12.8. Existem incentivos contratuais para manter o empreendedor/fundador na Empresa?

- a) Não b) Sim
- (Marque 1 ou mais opções que se apliquem)
- Deságio no preço de negociação Earn-out
- Acordo de não competição Outros
- Favor especificar: _____
- _____
- _____

Matriz de Conceitos e Definições

Termos	Exemplos
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance financeiras (<i>EBTIDA, Receita Líquida, Lucro Operacional, etc</i>)	<ul style="list-style-type: none"> - O dividendo referentes as ações preferenciais, pagáveis em ações ordinárias, é suspenso se a receita e o lucro operacional atinge a meta definida. - O fundador recebe opções se a receita/lucro é atingida (ou não). - Fundo de PE/VC pode somente exercer direito de voto sobre todas as suas ações se o EBIT estiver abaixo de nível pré-definido, situação em que o Fundo de PE/VC obtém direito de voto. - Se o ganho líquido abaixo da meta, o fundo de PE/VC ganhará três assentos adicionais no conselho de administração. - Fundador tem poder de veto sobre a venda da companhia por três anos, desde que a empresa atinja pelo menos 80% da receita e lucro antes dos impostos previsto no business plan. - Valor de liquidação do fundo de PE/VC múltiplo do fluxo de caixa operacional líquido ou ganho líquido. - Se os ganhos estão abaixo da meta, o fundo de PE/VC pode resgatar ações . - Fundos comprometidos liberados quando atingir a receita líquida projetada.
Cláusulas contingentes vinculadas a medidas de performance não financeiras (<i>aprovação de órgão regulador, acordo de distribuição, conclusão de parceria estratégica, aprovação de patente, etc</i>)	<ul style="list-style-type: none"> - As opções dos empregados têm seu exercício condicionado ao lançamento de segunda versão de um produto que incorpora significantes novas funcionalidades, aprovação do FDA* de nova droga, nova parceria corporativa concluída, ou patentes aprovadas, etc. - Fundo de PE/VC reduz sua participação se um acordo de distribuição é obtido dentro de 3 meses. - Fundador recebe opções quando a companhia consegue meta do número de clientes que compraram o produto e deram feedback positivo. - Recursos comprometidos liberados quando novos testes clínicos forem concluídos, nova parceria estratégica concluída, ou patente aprovada. - As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à obtenção de parceria com corporação. - As opções de ação do fundador têm exercício condicionado à aprovação de patentes.
Cláusulas contingentes vinculadas a pagamento de dividendo ou resgate (<i>redemption</i>)	<ul style="list-style-type: none"> - Se a companhia não pode pagar dividendos em dinheiro, o pagamento dever ser feito em ações ordinárias. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, fundo de PE/VC fica com a maioria do conselho de administração. - Se a companhia deixar de pagar fração da receita como dividendo, o fundo de PE/VC fica com a maioria do conselho de administração. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, o fundo de PE/VC tem o direito de selecionar um banco de investimento para assessorar na venda do negócio. - Se a companhia deixar de resgatar as ações preferenciais, os dividendos acumulados aumentarão.
Cláusulas contingentes vinculadas a condições resolutivas (<i>efetivação de ato administrativo sob responsabilidade da gestão da empresa investida</i>)	<ul style="list-style-type: none"> - Fundador aumenta a sua participação quando o VP de vendas e marketing é contratado, ou certa tecnologia é adquirida. - Fundo de PE/VC fica com a maioria do conselho de administração se a companhia não consegue recrutar um CEO dentro de 9 meses. - Fundo de PE/VC tem opção de resgatar as ações preferenciais até a contratação de novo CEO for aprovada pelos gestores do fundo. - Liberação de recursos comprometidos sujeitos a conclusão e aprovação pelo conselho de administração de novo plano de negócios para entrar em novos mercados, novo executivo chave ou CEO contratado, certa companhia adquirida, ou a companhia iniciar a construção de novas instalações.
Cláusulas contingentes vinculadas a oferta de ações	<ul style="list-style-type: none"> - Participação do fundador aumenta em relação não linear ao preço das ações obtido na venda ou IPO (Initial Public Offering). - O recebimento de dividendos em ações é cancelado mediante a IPO a valor mínimo, ou se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento acima de valor mínimo por ação. - Bônus de subscrição do fundo de PE/VC expiram se a companhia consegue obter fontes alternativas de financiamento onde ganhos e preço dos títulos excede meta. - Se a operação de IPO não ocorrer dentro de 5 anos, o fundo de PE/VC tem o direito de forçar a venda da companhia. - O fundo de PE/VC pode resgatar ações preferenciais depois do IPO a um valor superior ao último valor antes da data do IPO. - Fundo de PE/VC pode resgatar ações a valor de mercado.
Cláusulas contingentes vinculadas a permanência do fundador na companhia	<ul style="list-style-type: none"> - Fundador perde opções de ações não vencidas uma vez rompido o vínculo com a companhia. - Fundador perde os direitos de voto (mas mantém os direitos sobre fluxo de caixa) de suas ações se for demitido por justa causa. - Liberação dos recursos comprometidos condicionada a permanência do fundador na companhia.

Baseado em STRÖMBERG, P & KAPLAN, Steven. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: Na Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economics Studies (2002) 70, 281-315.

*FDA: Foods and Drugs Administration

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)