



5

**Autor: Marcio Yassuhiro Iha**

**Problemas de Agência no relacionamento fundo de  
capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo  
de caso**

**Problemas de Agência no relacionamento fundo de  
capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo  
de caso**

**Banca Examinadora**

Professor Orientador Cláudio Vilar Furtado

Professor João Carlos Douat

Patrick J. Ledoux

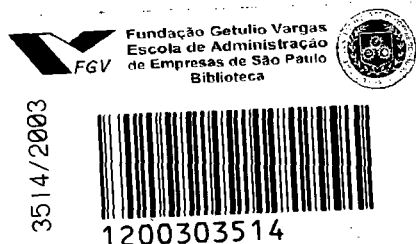
**Fundação Getulio Vargas**  
**Escola de Administração de Empresas de São Paulo**

**Marcio Yassuhiro Iha**

**Problemas de Agência no relacionamento fundo de  
capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo  
de caso**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-  
Graduação da FGV/EAESP. Área de  
Concentração: Finanças como requisito para  
obtenção do título de mestre em Administração  
- opção MPA

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado



**São Paulo**

**Agosto de 2003**

IHA, Marcio 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. Área de Concentração: Finanças)

**Resumo:** Por meio de entrevistas com administradores de fundos de capital de risco e advogados com experiência em transação de investimentos em empresas, esta dissertação busca levantar os instrumentos/ações utilizados pelos fundos de capital de risco brasileiros para gerir os problemas de agência que surgem do seu relacionamento com os empreendedores da empresa investida.

Elaborou-se, também, um estudo de caso de uma empresa brasileira, que recebeu investimentos de um fundo de capital de risco e chegou a uma situação pré-falimentar após duas etapas de investimento. A abordagem ao estudo de caso é feita à luz dos instrumentos/ações identificados na literatura e das entrevistas realizadas com os profissionais do mercado.

O presente trabalho tenta explicar se algum dos instrumentos/ações estão relacionados a particularidades encontradas no ambiente de negócios brasileiro, e se os problemas de agência levantados na elaboração deste documento são barreiras ao desenvolvimento da indústria de *private equity / venture capital* no Brasil.

**Palavras-chave:** Capital de Risco – *Private Equity* – *Venture Capital* – Fundo de *Buyout* – FIPs – FMIEE – Problemas de Agência – Custo de Agência – Custo de Transação – Governança Corporativa – Fundos de Investimento – Mercado brasileiro de capital de risco

**À minha esposa Renata por  
iluminar meu caminho com  
seu amor, carinho e amizade**

## **AGRADECIMENTOS**

Meus sinceros agradecimentos ao meu orientador, Professor Dr. Cláudio Vilar Furtado, pela orientação precisa e pelas intervenções valiosas que me ajudaram a transformar uma idéia inicial bruta num trabalho claro e objetivo;

Ao fundo de investimento e à sua equipe de profissionais, que forneceram as informações para elaboração do estudo de caso apresentado neste trabalho, por sua coragem e sinceridade;

Aos profissionais entrevistados (em ordem alfabética), sra. Adriana Josua, sr. Álvaro Gonçalves, sr. André Burger, sr. André Emrich, sr. Camillo Sicherle, sr. Emilio Loures, sr. Patrick Ledoux, sr. Paulo Henrique de Oliveira, sr. Pedro Faria, e sr. Sérgio Godoy, que dedicaram parte do seu escasso tempo para atender às entrevistas solicitadas que foram fundamentais para tornar este trabalho mais conclusivo;

Aos meus estimados professores e colegas de curso que, com seus ensinamentos e sua experiência, proporcionaram-me uma rica experiência de vida durante o período em que convivemos juntos;

Aos funcionários da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas por todo o suporte ao longo do curso.

Muito obrigado.

---

## SUMÁRIO

SUMÁRIO .....	i
LISTA DE GRÁFICOS .....	iv
LISTA DE FIGURAS .....	iv
LISTA DE TABELAS .....	v
1. Introdução .....	1
2. Motivação para a realização deste trabalho .....	3
3. Metodologia .....	7
3.1. Revisão de Bibliografia .....	7
3.2. Pesquisa de Campo .....	8
3.3. Estudo de Caso .....	8
4. Definição de capital de risco neste trabalho .....	9
5. O mercado de capital de risco nos países emergentes latino-americanos .....	11
5.1. América Latina .....	11
5.2. Brasil .....	14
5.2.1. Um breve histórico da atividade de capital de risco no Brasil .....	14
5.2.2. Fluxo de investimentos de capital de risco no Brasil .....	18
5.2.3. Regulamentação do capital de risco no Brasil .....	21
5.2.4. O desempenho do capital de risco no Brasil .....	22
6. Problemas de agência no mercado de capital de risco .....	28
6.1. Fundamentação teórica: problemas de agência .....	28
6.2. Estrutura do mercado de capital de risco .....	32
6.3. Ações para reduzir problemas de agência na fase de pré-investimento .....	35
6.3.1. Triagem rigorosa dos projetos .....	36
6.3.2. Especialização e foco da equipe do gestor de capital de risco .....	39
6.3.3. Adequação do nível de exposição a investimentos em empresas nascentes ( <i>start-ups</i> ) .....	41
6.3.4. <i>Due diligence</i> .....	44
6.4. Ações para reduzir problemas de agência na fase de monitoramento .....	46
6.4.1. Co-investimento com outros gestores de capital de risco .....	48
6.4.2. Escalonamento dos aportes de capital .....	50
6.4.3. Utilização de dívida conversível .....	51
6.4.4. Transformação da empresa investida em Sociedade Anônima .....	52

---

---

6.4.5.	Assunção do controle acionário .....	53
6.4.6.	Introdução de melhores práticas de governança e solução de impasses no Acordo de Acionistas .....	54
6.4.7.	Remuneração do empreendedor e demais gestores vinculado ao desempenho da empresa .....	56
6.4.8.	Indicação do administrador financeiro da empresa investida .....	57
6.4.9.	Monitoramento intensivo do investimento pelo fundo de capital de risco .....	58
6.5.	Ações para reduzir problemas de agência na saída ( <i>exit</i> ) .....	59
6.5.1.	Direito de Adesão ( <i>tag-along rights</i> ) .....	61
6.5.2.	Direito de “Arraste” ( <i>drag-along rights</i> ) .....	61
6.5.3.	Opção de venda ( <i>Put option</i> ) .....	61
7.	O caso da empresa “ACME” .....	62
7.1.	Introdução ao caso .....	62
7.2.	A fase de pré-investimento .....	63
7.2.1.	Primeiras ações .....	63
7.2.2.	Termos da proposta final de investimento aprovada .....	64
7.2.3.	Implementação das condições exigidas para o investimento e primeiras dificuldades .....	66
7.3.	A fase pós-investimento .....	67
7.3.1.	Início da reestruturação .....	67
7.3.2.	Primeiros resultados .....	68
7.3.3.	Retorno à roda viva e veredicto final .....	69
7.4.	Lições aprendidas com o caso ACME .....	70
7.5.	Análise de aspectos da gestão do FUNDO investidor na ACME .....	72
7.5.1.	Triagem rigorosa do projeto ACME .....	72
7.5.2.	Especialização e Foco da equipe do FUNDO .....	73
7.5.3.	Ajuste ao nível de exposição a investimentos em <i>start-ups</i> .....	73
7.6.	Análise das ações do FUNDO relacionadas à estruturação do investimento na ACME .....	74
7.6.1.	<i>Due diligence</i> .....	74
7.6.2.	Co-investimento .....	74
7.6.3.	Escalonamento dos aportes de capital .....	74

---



---

7.6.4.	Utilização de dívida conversível .....	75
7.6.5.	Transformação da ACME em sociedade anônima.....	76
7.6.6.	Exigência do controle acionário.....	76
7.6.7.	Cláusulas de governança e solução de impasses.....	76
7.6.8.	Remuneração do empreendedor vinculada ao desempenho da ACME.....	77
7.6.9.	Indicação do administrador financeiro da empresa.....	77
7.7.	Análise das ações do FUNDO relacionadas ao monitoramento e saída do investimento .....	78
7.7.1.	Monitoramento intensivo da ACME .....	78
7.7.2.	<i>Tag-along</i> .....	79
7.7.3.	<i>Drag-along</i> .....	79
7.7.4.	Opção de venda.....	79
7.8.	Conclusões da análise do caso ACME.....	80
8.	Conclusões da dissertação.....	82
9.	Recomendações para futuros estudos .....	89
LEGENDAS, SIGLAS E ABREVIATURAS UTILIZADAS .....		91
BIBLIOGRAFIA .....		92
ANEXOS .....		98
A.	Entrevistas realizadas.....	98
B.	Exigências tradicionais dos minoritários no Acordo de Acionistas .....	100
C.	Cláusulas comuns em um contrato entre Investidor – Gestor de Fundos.....	102
D.	Modelo de contrato social de empresa limitada de acordo com o Código Civil/2002 .....	103
E.	Texto integral da Instrução CVM No 209/94 (com atualizações até 30/07/03).. .....	107
F.	Texto integral da Instrução CVM No 391/03.....	118

---

---

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 5-1 – Investimento Estrangeiro Direto na América Latina 1990-2001, .....	12
Gráfico 5-2 – Investimentos em <i>Private Equity</i> em companhias Latino Americanas 1992-2001, em bilhões de US\$ .....	13
Gráfico 5-3– Investimento Estrangeiro Direto no Brasil no Período 1996-2002, em bilhões de US\$ .....	18
Gráfico 5-4 - Investimentos de Capital de Risco no Brasil no período 1998-2002, em milhões de R\$.....	19
Gráfico 5-5 – Distribuição dos investimentos por estágio da empresa investida .....	20
Gráfico 6-1 – Risco vs. Retorno para os diversos tipos de fundos de capital de risco norte-americanos .....	42

## LISTA DE FIGURAS

Figura 6-1– Fluxo de Serviços e Capital no mercado de capital de risco .....	32
Figura 6-2 – Potenciais problemas de agência no mercado de capital de risco .....	34
Figura 6-3 – Ciclo do investidor de capital de risco numa empresa .....	35
Figura 6-4 – Veículos de investimento de longo-prazo e estágios de desenvolvimento corporativo .....	41
Figura 6-5 – Participação percentual de cada mecanismo nas saídas realizadas .....	60

---

---

## LISTA DE TABELAS

Tabela 5-1 – As três fases do desenvolvimento do Capital de Risco no Brasil.....	14
Tabela 5-2 – Amostra com exemplos de saída de investimentos de risco no Brasil ...	17
Tabela 5-3 – Investimentos de Capital de Risco no Brasil no período 1999/2002.....	20
Tabela 5-4 – Quadro comparativo das diversas estruturas regulamentadas de fundos de capital de risco no Brasil .....	22
Tabela 5-5 – Saídas de investimentos de risco por meio de IPO em países em desenvolvimento.....	25
Tabela 6-1 – Alguns exemplos de potenciais contingências legais em PMEs brasileiras .....	45
Tabela 6-2 – Tipos de saída do investimento de risco .....	59
Tabela 7-1 – Principais características da proposta inicial de investimento do FUNDO na empresa ACME .....	65
Tabela 7-2 – Ações do gestor do FUNDO para reduzir problemas de agência.....	71

---

---

## 1. Introdução

Este trabalho tem como objetivos: levantar os potenciais problemas de agência na relação gestor de capital de risco com a empresa investida; definir os mecanismos/ações para administração dos problemas de agência neste relacionamento conforme descritos na literatura acadêmica e conforme levantado em entrevistas realizadas com profissionais da área de capital de risco; e responder, a partir da análise de um caso real brasileiro, às seguintes perguntas:

- (i) Quais são os mecanismos/ações descritos na literatura acadêmica e pelos profissionais da área utilizados pelos fundos para minimização dos problemas de agência em suas operações de capital de risco?
- (ii) Existem problemas de agência específicos do mercado de capital de risco em países em desenvolvimento?
- (iii) Há, no Brasil, diferenças na abordagem dos fundos aos problemas de agência em função do tipo de fundo capital de risco (*venture capital*, *buyout*)?
- (iv) Os problemas de agência encontrados nos investimentos de capital de risco no Brasil são uma barreira para o aumento da atividade de capital de risco no país?

A Teoria da Agência não é um assunto novo na economia. O conceito surgiu em 1932, no trabalho de BERLE e MEANS (1932), que levantou os problemas decorrentes da separação entre a propriedade e o controle das corporações americanas ao pulverizarem o seu controle acionário nas bolsas de valores, ao mesmo tempo em que concentraram o poder da empresa nas mãos dos executivos profissionais, que passaram a administrá-la.

Segundo Silveira (DA SILVEIRA, 2002, p.14), o problema ocorre porque o gestor da empresa, que deveria agir sempre no melhor interesse do acionista (razão pela qual é contratado), age tendo em vista o seu próprio interesse, isto é, tendo em vista maximizar sua utilidade pessoal. A minimização dos prejuízos causados pelo problema de agência dos gestores depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre as partes. Este conjunto de mecanismos de incentivo e controle

---

---

para minimização dos problemas de agência recebe normalmente o nome de governança corporativa<sup>1</sup>.

Apesar do mercado de capital de risco apresentar diversas variações do problema de agência entre seus participantes (vide item 6.2), este trabalho tem foco somente nos problemas existentes na interface gestor de capital de risco, como investidor de recursos em empresas (o “principal”) e o empreendedor, como a parte que recebe o investimento (o “agente”<sup>2</sup>).

Serão estudados os instrumentos e cláusulas contratuais de maior uso para reduzir os potenciais problemas de agência mais constatados na prática e avaliados na teoria, além de serem avaliados os mecanismos que realmente funcionaram no estudo de caso analisado.

Para esse fim, foi feito um levantamento dos instrumentos e das ações existentes para redução dos problemas de agência nesse relacionamento através da realização de entrevistas com profissionais da área de capital de risco.

Outra metodologia utilizada neste trabalho foi o estudo de um caso (real) de uma empresa investida que fracassou após dois aportes de capital do fundo investidor. Deste modo, tentou-se levantar elementos que iluminam a questão da gestão dos problemas de agência dentro da realidade brasileira, ou seja, foram considerados o ambiente de negócios local e os custos de transação e monitoramento atrelados ao contexto institucional existente no país.

---

<sup>1</sup> Para este trabalho, destaca-se a não utilização do termo “governança corporativa” em prol do termo “Gestão dos Problemas de Agência”, pois o termo governança corporativa, bastante difundido atualmente, parece reduzir a gestão dos problemas de agência apenas a mecanismos de incentivo e controle dos investidores sobre os executivos da empresa, principalmente via ações do Conselho de Acionistas da empresa. Portanto, a razão para escolha do título deste trabalho reside no fato de que será abordada a gestão destes problemas de forma mais abrangente, considerando ações para redução de assimetria de informações aplicáveis ao relacionamento fundo-empendedor nas diversas etapas do ciclo de um fundo de capital de risco na vida de uma empresa, ou seja, na seleção, na estruturação do investimento, no monitoramento e na saída.

<sup>2</sup> Para uma melhor avaliação dos problemas de agência entre o investidor e o gestor de capital de risco, vide BOCCATO (2001) e TYKOVÁ (2000).

---

---

## 2. Motivação para a realização deste trabalho

Entre as diversas razões que levaram à escolha deste tema de trabalho enumeram-se: (i) a correlação positiva entre capital de risco, inovação e desenvolvimento econômico; (ii) a necessidade de se avaliar casos reais como parte do aprendizado da prática de investimento de risco no Brasil; (iii) a existência de bons, porém poucos, títulos acadêmicos sobre capital de risco e a dinâmica desse mercado; (iv) a importância de boas práticas de governança no relacionamento fundo-empresendedor e o seu potencial impacto no desenvolvimento de um mercado de capital de risco mais maduro.

A primeira motivação parte das contribuições do capital de risco para aumento da inovação e o desenvolvimento econômico de um país. LERNER e KORTUM (2000) avaliaram 20 indústrias manufatureiras entre 1965 e 1992. Considerando-se o impacto no número de solicitações de patente contra os gastos de Pesquisa e Desenvolvimento de tais empresas e os investimentos de capital de risco no mesmo período, chegaram à conclusão que US\$ 1 investido em capital de risco tem impacto 3,1 vezes maior no registro de patentes que US\$ 1 gasto com Pesquisa e Desenvolvimento pelas 20 indústrias avaliadas.

Além da questão da inovação, o investimento de capital de risco contribui para o desenvolvimento econômico por ser um tipo de financiamento que assume riscos que financiadores tradicionais do mercado não estão dispostos assumir.

Segundo ENGEL (2002), o capital de risco possibilita a empresas jovens, inovadoras e de rápido crescimento – normalmente com patrimônio líquido reduzido e opções de empréstimos limitadas – a obtenção de um financiamento que as permitam alcançar uma posição de mercado viável.

O capital de risco assume, portanto, as incertezas e os riscos destas empresas e contribui, ao menos em tese, para o desenvolvimento de empresas mais competitivas por meio da seleção daquelas empresas com maiores chances de serem bem-sucedidas.

---

---

Finalmente, PORTER (1998) cita um *pool* de capital de risco para investimento em empresas de software<sup>3</sup> como sendo o exemplo de um fator especializado de produção determinante na maior competitividade de uma nação.

A segunda motivação é a necessidade da indústria de *private equity* de fontes de informação estruturada como pré-requisito para se desenvolver localmente. Porém, poucos gestores de fundos de capital de risco estão dispostos a abrir suas experiências, com receio de revelar informações confidenciais aos seus concorrentes. Conseqüentemente, não há muitos relatos de casos reais, principalmente sobre aqueles relacionados a dificuldades enfrentadas pelos gestores de fundos nas suas empresas investidas. SHEARBURN e GRIFFITHS (2002a) levantam outra razão para essa postura sigilosa - ao afirmarem que os melhores gestores de fundos de capital de risco não precisam divulgar sua performance publicamente por conseguirem capitalizar novos fundos com seus atuais investidores. Portanto, ao avaliar um caso real, este trabalho fornece uma boa oportunidade para facilitar o entendimento das dificuldades que podem existir para o gestor de um fundo de capital de risco que investe em uma empresa brasileira.

A terceira motivação é a academia brasileira ter aumentado seu interesse pelo capital de risco e produzido trabalhos relevantes de caráter geral, como os trabalhos pioneiros de MONTEZANO (1983) e SANTOS (1987), importantes para iniciar a discussão sobre o tema. Mais recentemente, BEZERRA (1999) retomou o assunto com o seu trabalho “Introdução à Indústria de *Private Equity* no Brasil”, elaborando um mapa detalhado da estrutura do mercado de capital de risco no país.

Em seu trabalho “Uma análise dos fatores condicionantes para o desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil”, LINTZ (2000) faz um levantamento que mostra os fatores mais relevantes para o desenvolvimento do mercado de capital de risco no país. Trabalhos que abordam o mercado de capital de risco de uma maneira geral é o de CHOCCE (1997), que traça um paralelo entre a atividade de capital de risco no Brasil e na

---

<sup>3</sup> Esta referência é apresentada como sendo aplicada a outros *cluster* da economia, como software de gestão de empresas (ERPs) e biotecnologia. Os fatores de produção são uma das quatro dimensões do seu modelo do “diamante” de competitividade das nações. Vide PORTER (1998)

---

---

França, e o trabalho de GORGULHO (1996), que mostra a importância da atividade de investimento de risco no financiamento de empresas de base tecnológica.

No âmbito operacional do investimento de risco, há trabalhos que abordam a questão da seleção de projetos, do impacto na estratégia das empresas investidas e da saída do investidor de risco. RENYI (2000) identificou um processo sistematizado e disciplinado na decisão de investimento das empresas de capital de risco brasileiras, comparando esse processo com aquele observado no mercado norte-americano. BOCCATO (2001) avalia as questões de governança impostas pelos fundos de *private equity* nas empresas em que investem e estuda o impacto da entrada do investidor na dinâmica organizacional de uma empresa receptora de um investimento de capital de risco. É importante ressaltar que o trabalho de BOCCATO foi um grande motivador para a realização deste, ao enumerar, de forma geral, os problemas de agência existentes tanto na relação investidor-fundo como na relação fundo-empresendedor. KINA (2002) avaliou detalhadamente a dificuldade para a realização da saída dos investimentos feitos pelos fundos de capital de risco no Brasil e identificou medidas para tornar a saída via Oferta Pública Inicial de Ações (*Initial Public Offering*) uma alternativa viável para o mercado local. Mais recentemente, RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003) realizaram uma pesquisa quantitativa com dezoito dos quarenta e cinco fundos de capital de risco existentes no país para avaliar as formas de saída por eles utilizadas e concluíram que a venda estratégica é a alternativa mais comum, ocorrendo em 64% das transações avaliadas e sendo responsável por 71% do valor obtido em todas as saídas realizadas na amostra.

Como último motivador é possível citar a importância da negociação de cláusulas de monitoramento e controle no relacionamento gestor de capital de risco-empresa para evitar desgastes futuros em momentos decisivos desse relacionamento.

Tais desgastes poderiam ocorrer durante a alteração da sua estrutura de capital, uma eventual aquisição de outras empresas sob a mesma plataforma e, principalmente, na decisão de qual o momento ideal de saída do fundo, visto que as alternativas de saída no Brasil são bastante restritas<sup>4</sup>. LEEDS e SUNDERLAND (2002), ao proporem ações para

---

<sup>4</sup> Vide RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003).

---



---

melhorar o ambiente de negócios, de modo a torná-lo mais propício ao desenvolvimento do mercado de capital de risco, citam, entre outras ações, a necessidade de melhorar a proteção dos direitos dos acionistas minoritários e de promover parâmetros adequados de transparência e reporte de informações da empresa.

---

---

### 3. Metodologia

#### 3.1. Revisão de Bibliografia

Para contextualizar o estudo de caso apresentado de acordo com a proposta deste trabalho, foi realizada uma extensa pesquisa bibliográfica, que pode ser dividida em três grupos:

- Informações sobre o mercado de capital de risco na América Latina, Brasil e Estados Unidos foram obtidas de trabalhos acadêmicos recentes como LINTZ (2000), RENYI (2000), BOCATTO (2001), CHECA (2001), KINA (2002), e RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003), a partir de artigos publicados no *Brazil Venture News*, *Venture Equity Latin America* e de revistas/jornais de grande circulação no país.
  - Para informações e dados sobre a performance do mercado de capital de risco em países emergentes, foram utilizadas fontes como *World Bank*, *United Nations* e CEPAL. O *working paper* de LERNER e PACANINS (2001) ajudou a compreender as razões pelas quais houve aumento explosivo dos investimentos de capital de risco nos países em desenvolvimento da segunda metade dos anos 90 em diante, e o artigo de LEEDS e SUNDERLAND (2002) ajudou no levantamento de hipóteses que tentam justificar os motivos da baixa performance desse mercado em tais países.
  - Para informações a respeito dos problemas de agência, utilizou-se como referência a obra de BERLE e MEANS (1932), que introduziu o assunto na teoria econômica, o trabalho de COASE (1937) e o trabalho de AKERLOF (1970). Entre os estudos avaliados que estão relacionados à Teoria da Agência, aplicada especificamente ao mercado de capital de risco, estão os trabalhos de GOMPERS (1995), GOMPERS e LERNER (1999), LERNER e SCHOAR (s.d) e TYKOVÁ (2000).
-

---

### 3.2. Pesquisa de Campo

Foram realizadas entrevistas com administradores de fundos de capital de risco e advogados que atuam na área, na forma de pesquisa qualitativa exploratória para coleta dados primários a respeito do tema deste trabalho.

Tais entrevistas foram estruturadas como entrevistas dirigidas, ou seja, desenvolvidas a partir de perguntas pré-formuladas e com ordem pré-estabelecida, de forma a facilitar a conversa e evitar “desvio” do assunto pelo entrevistado, embora com flexibilidade suficiente para explorar outros assuntos. Tal formato otimizou o tempo de entrevista, limitado em 45 minutos por entrevistado. A amostra de entrevistados foi definida de forma não-estatística, sendo que se tentou buscar representatividade por meio da escolha de 3 tipos de investidores de capital de risco que atuam no país: (i) investidores corporativos, i.e., que fazem investimentos com sinergia entre a missão e os princípios de uma grande corporação; (ii) fundos de capital de risco com foco em projetos nascentes (*start-ups* e *early-stage*) e (iii) fundos de capital de risco com foco em reestruturação e consolidação de setores da economia (fundos de *buyout*).

### 3.3. Estudo de Caso

O estudo de caso tem como objetivo aprofundar a descrição de determinado fenômeno. Especificamente neste caso trata-se de um empreendimento que chegou a um estágio pré-falimentar.

No estudo de caso elaborado, tentou-se avaliar se a forma de utilização dos instrumentos para gestão dos problemas de agência pelo FUNDO teve algum impacto na performance da empresa e no seu resultado final. Portanto, o estudo realizado tem caráter exploratório, sem a pretensão de ser representativo da atividade de capital de risco, e os seus resultados não devem ser generalizados.

Para levantamento das informações do caso discutido neste trabalho, o autor assinou um termo de confidencialidade com o gestor do fundo entrevistado, o que motivou a troca dos nomes das empresas e pessoas envolvidas no caso por nomes fictícios.

---

---

## 4. Definição de capital de risco neste trabalho

Segundo KENNEY (2002), o termo *venture capital* foi usado publicamente pela primeira vez em 1939, por Jean Witter, na campanha para a presidência da convenção norte-americana do *Investment Bankers Association*. Desde então, o termo está associado com o suporte financeiro a pequenas empresas privadas com grande potencial de crescimento. Mais recentemente, alguns investidores começaram a se referir a investimentos em empreendimentos e aquisições de empresas como operações de *private equity* (KROMIRS, 2002). Hoje, *private equity* é um termo mais abrangente e inclui diversas formas de investimentos (MEKETA, 2002):

- *Venture capital*: empreendimentos menores com grande potencial de crescimento,
- *Buyout/Leverage Buyout*: aquisições/fusões alavancadas com empréstimos,
- *Mezzanine<sup>5</sup> debt*: empréstimos com dívida subordinada, tendo ações da empresa como garantia, e utilizadas nas operações de aquisição de empresas e/ou preparação para a abertura inicial de capital em bolsa de valores
- *Mezzanine finance*: mais utilizada entre os capitalistas de risco, denomina as rodadas de financiamento intermediárias que antecedem a abertura de capital.

Como, no escopo deste trabalho, serão avaliados os problemas de agência na relação entre um gestor de fundo de capital de risco e uma empresa investida de maneira genérica, não será feita distinção entre os termos *private equity* e *venture capital*. Portanto, ambos termos serão denominados e caracterizados igualmente como capital de risco ao longo deste texto, exceto quando indicado para preservar a nomenclatura utilizada pela fonte de informações.

Para o termo capital de risco, será utilizada a mesma definição de GORGULHO (1996) e KINA (2002), ou seja, aquele capital associado a investimentos de longo prazo e com vida limitada, ilíquido por sua natureza e com significativos ganhos esperados de capital como retorno para os seus provedores.

---

<sup>5</sup> HEWITT, 2001

---

---

Oficialmente no Brasil, a CVM, responsável pela regulamentação do mercado de capital de risco, editou a Instrução CVM nº 391/03, publicada em julho de 2003, e definiu investimentos em participações<sup>6</sup> como “recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”.

---

<sup>6</sup> Aqui se utiliza o termo investimento em participações como sendo um substituto para o termo capital de risco.

---

---

## 5. O mercado de capital de risco nos países emergentes latino-americanos

### 5.1. América Latina

A partir da metade da década de 90, um otimismo quase generalizado com relação aos mercados emergentes teve espaço na agenda de investidores e financiadores. Tal otimismo foi causado, em parte, pelo consenso que o setor privado seria o principal catalisador para o crescimento e desenvolvimento econômico e pelos resultados encorajadores obtidos por países em desenvolvimento que seguiam este modelo.

LERNER e PACANINS (2001) levantam alguns pontos para tentar explicar o motivo do aumento da atratividade dos países emergentes para investimentos de capital de risco a partir de meados dos anos 90, chegando aos seguintes motivadores:

- O progresso econômico pelos quais muitos países em desenvolvimento passaram nos 10 anos anteriores, apoiado principalmente por reformas na estrutura da dívida de países. Uma destas reformas foi o Plano Brady, de 1989, que permitiu a vários países latino-americanos reestruturar suas dívidas externas e, conseqüentemente, possibilitou uma melhora substancial da saúde econômica desses mercados e aumento da confiança de investidores estrangeiros.
- A percepção de ganhos decrescentes em investimentos semelhantes em países desenvolvidos, particularmente os EUA, ocasionados pelo crescimento explosivo do mercado de *private equity* norte-americano. Tal crescimento levou ao aumento da carteira sob administração de US\$ 4 bilhões em 1980 para US\$ 300 bilhões no final de 1999. Segundo os autores, este crescimento ocasionou os seguintes desdobramentos que contribuíram para a desmotivação dos investidores com mercados maduros: (i) o desbalanceamento na estrutura de incentivos do gestor do fundo de capital de risco, que passou a receber um montante maior como taxa de administração<sup>7</sup> e reduziu o incentivo

---

<sup>7</sup> O *management fee* normalmente em torno de 2%, é cobrado como percentual do capital total do fundo.

---

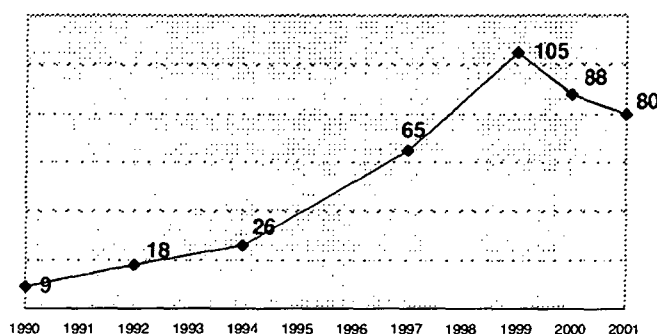
---

para obter o ganho por meio da performance da empresa ao final do seu ciclo de investimento; (ii) a demanda excessiva por novos fundos de capital de risco deslocou o poder de negociação para os gestores dos fundos, que passaram a não inserir cláusulas de proteção aos investidores nos contratos de associação, aumentando a insegurança destes investidores e (iii) a redução do nível de exigência decorrente do excesso de capital para investir em empresas que, em situação normal, não receberiam investimento.

- A semelhança entre as estruturas do mercado de capital de risco nos Estados Unidos e nos países em desenvolvimento. De acordo com os investidores institucionais, o mercado de *private equity* em países em desenvolvimento foi considerado bastante similar ao norte-americano, caracterizado por grande incerteza, dificuldade para avaliar os ativos e informações assimétricas. Este fato motivou a expansão geográfica de fundos norte-americanos para os países em desenvolvimento.

A América Latina beneficiou-se destas condições e teve um aumento significativo da entrada de capital no mesmo período, conforme se nota no Gráfico 5-1, que mostra o volume de Investimento Estrangeiro Direto na região. O volume de investimentos, a partir de meados da década de 90, cresceu numa média de 32% ao ano<sup>8</sup>.

**Gráfico 5-1 – Investimento Estrangeiro Direto na América Latina 1990-2001,  
em bilhões de US\$**



Fonte: CEPAL (1990-2001)

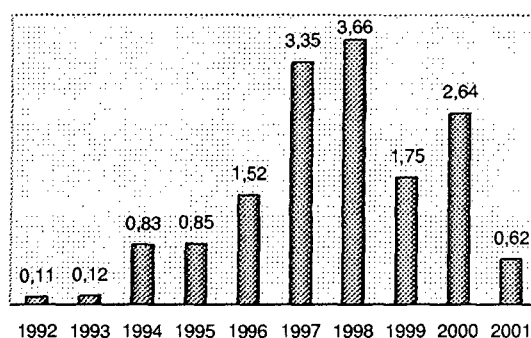
---

<sup>8</sup> Crescimento médio ponderado estimado para o período de 1994 a 1999.

---

Esse crescimento, constatado no volume de investimentos diretos, contribuiu para um grande aumento nos investimentos de *Private Equity* ocorridos na região conforme visualizado no Gráfico 5-2. Entretanto, após uma sequência de crises internacionais, como a crise do México (94-95), a crise do sudeste asiático (97-98) - que se alastrou para a Rússia (98-99) - e a quebra da NASDAQ (2001), o volume de investimentos de *private equity* despencou em 2001 para um patamar menor do que aquele observado em 1994.

**Gráfico 5-2 – Investimentos em *Private Equity* em companhias Latino Americanas 1992-2001<sup>9</sup>, em bilhões de US\$**



Fonte: VC-LA Publications (2002)<sup>10</sup>

Do ponto de vista da estrutural, CHECA, LEME e SCHREIER (2001) constataram que, no mesmo período, a indústria observou duas fases distintas: investimentos em aquisições<sup>11</sup> de empresas da economia tradicional (1996-1998) e advento de empresas tecnológicas (1999-2000). Antes de 1996, ano que se considera o primeiro para a atividade de *private equity* na América Latina, ocorriam acordos esporádicos relacionados com privatização de empresas

<sup>9</sup> Há poucas fontes de informação disponíveis que divulgam os investimentos de capital de risco na América Latina e no Brasil, e muitas vezes os volumes totais investidos não são consistentes entre si. Portanto, para fins deste trabalho, optou-se por escolher uma das fontes que pareceu mais consistente. Notar que esta opção não invalida as análises realizadas, uma vez que as curvas de tendência das diversas fontes indicam o mesmo comportamento.

<sup>10</sup> Revista PODER. *Onde fica a saída?* São Paulo, Edição número 22, Junho de 2002.

<sup>11</sup> Do inglês *buyout*



públicas e reestruturações corporativas. A primeira onda, de 96 a 98, foi dominada por aquisições em setores da economia tradicional, tais como telecomunicações, transportes, televisão a cabo e varejo. A segunda onda, de 1999 a 2000, foi caracterizada pelo início dos investimentos de capital de risco em empresas de base tecnológica nascentes e jovens, época em que os fundos focados na Internet buscavam retornos semelhantes aos obtidos pelos fundos de capital de risco norte-americanos.

5.2. Brasil

5.2.1. Um breve histórico da atividade de capital de risco no Brasil<sup>12</sup>

PAVANI (2003) divide a história do capital de risco em três fases, conforme mostrado na Tabela 5-1, iniciando na década de 70, com as iniciativas governamentais patrocinadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), e cujo contexto principal era a viabilização dos projetos do II Plano Nacional do desenvolvimento, aprovado em 1975 no Governo Geisel.

Tabela 5-1 – As três fases do desenvolvimento do Capital de Risco no Brasil

Fase	Período	Descrição
Origem	1970 a 1980	Governo investe em grandes projetos, com pequena participação do setor privado como investidor ou gestor de fundos
Estruturação	1981 a 1994	Poucas experiências são realizadas em virtude da instabilidade econômica No final do período, são criadas bases importantes para o crescimento: estabilidade econômica com inflação baixa e regulação
Crescimento	1995 a hoje	Crescimento da indústria de Capital de Risco: aumento substancial do número de investidores e de operações

Fonte: PAVANI (2003)

<sup>12</sup> Referências mais detalhadas do histórico da atividade de capital de risco podem ser encontradas em BEZERRA (1999, p. 44-45) e PAVANI (2003, cap. 3, p. 47-62).

---

O primeiro investidor de *private equity* surgido no Brasil foi o BNDESpar em 1982, advindo da união de três empresas criadas pelo BNDES em 1974: a Investimentos Brasileiros S.A. (IBRASA), a Mecânica Brasileira S.A. (EMBRAMEC) e a Insumos Básicos S.A. (FIBASA), todas com o objetivo de capitalizar empresas brasileiras. (BEZERRA, 1999, p. 44).

O mercado privado de capital de risco no Brasil também teve início em meados da década de 70, com o estabelecimento da Brasilpar<sup>13,14</sup> em 1975, advinda de uma parceria do Unibanco, do Paribas, da AGF e de uma pessoa física, seguido pelo estabelecimento da CRP – Companhia de Participações em 1982<sup>15</sup>. Este mercado, porém, cresceu consistentemente a partir do final da década de 80 e início dos 90, com o estabelecimento do Garantia, Sul América e outras empresas de grandes conglomerados financeiros.

Atualmente existem exemplos de *cases* conhecidos de investimentos de capital de risco em áreas diversas, tais como investimentos na consolidação de setores como a Diagnósticos da América S.A.<sup>16</sup> (Pátria – Banco de Negócios<sup>17</sup>), no varejo, como as Lojas Americanas (GP<sup>18</sup>) e Fotóptica (Pátria – Banco de Negócios), nas privatizações de empresas estatais, como a América Latina Logística (GP), Brasil Telecom (CVC/Opportunity<sup>19</sup>) e Telemar

---

<sup>13</sup> TMG (2002)

<sup>14</sup> Fonte: [www.brasilpar.com.br](http://www.brasilpar.com.br)

<sup>15</sup> Fonte: [www.crp.com.br](http://www.crp.com.br)

<sup>16</sup> A Diagnósticos da América foi formada a partir do investimento inicial no Laboratório Delboni Auriemo, seguida pela fusão com o Laboratório Lavoisier e as aquisições, no Rio de Janeiro, dos Laboratórios Bronstein e Lâmina, e em Curitiba, do Laboratório Santa Casa, tornando-se a maior plataforma de serviços médicos da América Latina. Fonte: Banco Pátria.

<sup>17</sup> Antigo Patrimônio ([www.bancopatria.com.br](http://www.bancopatria.com.br))

<sup>18</sup> GP Investimentos ([www.gp.com.br](http://www.gp.com.br))

<sup>19</sup> Administradora de Fundos formada pelo Banco Opportunity e Citicorp Venture Capital ([www.opportunity.com.br](http://www.opportunity.com.br))

---

---

(CVC/Opportunity), e em investimentos baseados na Internet com serviços de varejo *online*, como o Submarino (GP), serviços de acesso e conteúdo, como o iG (GP), e serviços de *e-procurement*, como o Mercado Eletrônico (GP).

Sabe-se que, no investimento de risco, o ciclo do investimento completa-se somente quando ocorre a saída do investimento, e apesar de já termos algumas saídas de investimentos conhecidos no Brasil (vide Tabela 5-2), a saída dos investimentos de capital de risco no país ainda é muito concentrada na venda estratégica e revenda da participação dos investidores para os empreendedores ou sócios (RIBEIRO e DE ALMEIDA, 2003). A saída via abertura de capital em bolsa, responsável pelos retornos financeiros mais significativos do mercado de capital de risco nos países desenvolvidos (LERNER e PACANINS, 1996), praticamente não existe no país, limitando significativamente as possibilidades de ganho do investidor. Esta característica regional obriga os fundos de capital de risco atuantes no Brasil a buscar a venda estratégica como mecanismo de saída ideal<sup>20</sup>. Uma primeira consequência dessa constatação é a maior dificuldade das empresas que buscam investimento de risco para levantar capital, uma vez que, além de serem econômica e mercadologicamente viáveis, também precisam ser suficientemente atraentes para serem vendidas a uma outra empresa que tenha interesse estratégico no setor de atuação. Outra consequência é o aumento do custo de seleção por parte do fundo de capital de risco, que é obrigado a identificar, já durante o processo de avaliação do novo investimento, um leque de opções firmes de compradores estratégicos ou novos investidores que permitam a saída desse investimento no futuro.

---

<sup>20</sup> Para uma análise mais detalhada da problemática da saída dos investimentos de risco no Brasil, recomenda-se a leitura de KINA (2001) e a pesquisa empírica de RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003) sobre os mecanismos de saída utilizados pelos capitalistas de risco no Brasil.

---

Tabela 5-2 – Amostra com exemplos de saída de investimentos de risco no Brasil

Empresa	Fundo de Investimento	Forma de saída	Observações
Multicanal <sup>21</sup> – TV por assinatura	GP Investimentos	Venda para sócio	<ul style="list-style-type: none"><li>• 33,3% do capital votante vendido para a Globopar por R\$ 265,6 milhões.</li><li>• Realizada por meio de leilão na BOVESPA</li></ul>
Drogasil <sup>22</sup>	Patrimônio	Recompra pelo empreendedor	<ul style="list-style-type: none"><li>• 10 vezes EBITDA</li><li>• <i>Buyback</i> pela família Pires</li><li>• Ago/set 2002</li></ul>
Injepet <sup>23</sup>	Baring Latin America Partners	Venda para investidor estratégico	<ul style="list-style-type: none"><li>• Venda para o <i>player</i> australiano Amcor Limited</li><li>• Ago/set 2002</li></ul>
Mobitel – operador de call center	Baring Latin America Partners	Venda para investidor estratégico	<ul style="list-style-type: none"><li>• Venda para a Portugal Telecom</li><li>• Ago/set 2002</li></ul>
Playcenter	GP Investimentos	Venda para investidor estratégico	<ul style="list-style-type: none"><li>• Venda para Grupo Mágico (Mex), controlado pela Corporación Interamericana de Entretenimiento</li><li>• 2º trimestre de 2002</li></ul>
Conectiva	Intel Capital	Venda para sócio	<ul style="list-style-type: none"><li>• Venda para ABN Amro e Latin Tech, antigos sócios da empresa</li><li>• 2º trimestre de 2002</li></ul>
NET / Multicanal	CSFB	Não disponível	<ul style="list-style-type: none"><li>• Transação de R\$ 18 milhões</li><li>• Nov/dez 2002</li></ul>

Fonte: Brasil Venture News, exceto quando indicado

Mesmo com essa amostra de saídas de investimentos publicamente anunciadas, não se pode assumir que todos os investidores auferiram retornos positivos sobre seu investimento. Apesar da maioria das operações ocorridas na saída de investimento de risco não ter seus detalhes revelados, pode-se deduzir, pelo desempenho econômico da empresa transacionada, se houve retorno sobre investimento satisfatório ou não para o investidor. Um exemplo disso é o caso do Playcenter, cujos problemas financeiros eram conhecidos no

<sup>21</sup> CAPPARELLI, RAMOS e DOS SANTOS (1998)

<sup>22</sup> Fonte: *Venture Equity Latin América*, Volume I, No. 14, August 2002.

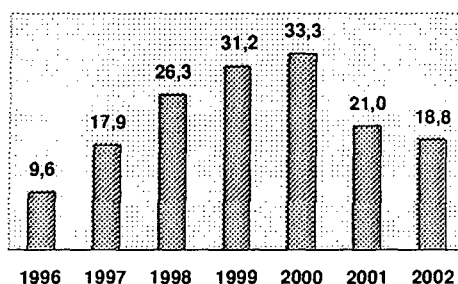
<sup>23</sup> O *Baring Latin America Partners* atuou como financiador intermediário (*mezzanine financier*), comprando a participação na Injepet da *South América Private Equity Growth*, que havia entrado na empresa através da intermediação da Brasilpar. Para maiores informações sobre a estruturação do investimento na Injepet, vide LEITE e DE SOUZA (2001).

mercado financeiro<sup>24</sup> antes do GP vender a empresa para um grupo Mexicano com interesse estratégico no negócio. Mesmo nos casos da amostra que foram bem sucedidos, como no caso da revenda pelo Banco Pátria da Drogasil para a família proprietária, há poucas evidências de que os fundos de investimento de capital de risco no Brasil estão conseguindo dar liquidez necessária às empresas de seu portfolio de modo a realizar uma saída lucrativa do investimento.

### 5.2.2. Fluxo de investimentos de capital de risco no Brasil

Em relação ao fluxo de investimentos estrangeiros diretos no Brasil, observamos, no Gráfico 5-3, crescimento acentuado de recursos até 2000, ocorrido na mesma proporção do fluxo de investimento direto para a América Latina como um todo. De 1996 a 2000, observou-se um crescimento médio ponderado de 36% ao ano nos investimentos estrangeiros diretos no país, chegando a mais de US\$ 33 bilhões em 2000. Em contrapartida, em 2001 houve queda abrupta desse fluxo e, apesar da aparente tendência de estabilização dessa redução, em 2002, os investimentos estrangeiros diretos ainda são menores do que o fluxo observado em 1998.

**Gráfico 5-3– Investimento Estrangeiro Direto no Brasil no Período 1996-2002, em bilhões de US\$**



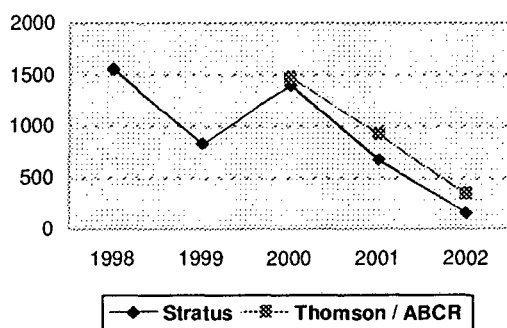
Fonte: Banco Central do Brasil

<sup>24</sup> Veja On-Line, seção Radar, edição 1.699, 9/5/2001 e Isto É Dinheiro, seção Dinheiro na Semana, 12/06/2002.

Apesar de não existir uma única fonte reconhecida pelo mercado de capital de risco a respeito dos volumes de investimentos anuais, podemos observar no Gráfico 5-4 que os números de duas fontes mais aceitas no mercado de capital de risco, o acompanhamento da Stratus Investimentos e os números da pesquisa realizada pela Associação Brasileira de Capital de Risco – ABCR tendem a convergir, apresentando a mesma tendência.

Ao observar o volume de investimentos de capital de risco no país, é possível fazer algumas observações. Primeiramente, a redução do volume de investimentos em 1999 pode ser explicada em parte pela maxidesvalorização do Real no início de 1999, quando a moeda se depreciou aproximadamente 70%<sup>25</sup> frente ao US\$. Em segundo lugar, nota-se que o ano de 2002 ainda mostra reflexos da interrupção do fluxo de capital para a AL, da mesma forma que o fluxo de investimentos diretos estrangeiros para a região.

**Gráfico 5-4 - Investimentos de Capital de Risco no Brasil no período 1998-2002, em milhões de R\$**



Fonte: *Brazil Venture News* Ano III / Stratus Investimentos, Pesquisa ABCR/ Thomson Venture Economics

Outra constatação interessante é que no período avaliado (1998 – 2002) ocorreu uma redução dos investimentos médios de capital de risco por projeto (vide Tabela 5-3). Isto indica redução nas oportunidades de investimentos nos grandes projetos de aquisição, ocorrida durante o período de privatizações até final da década de 90 e de consolidação de setores (*buyout*), e que foram os responsáveis pelo estabelecimento do mercado de capital

<sup>25</sup> Fonte: DIEESE - [www.dieese.org.br/esp/cambio/cambio.html](http://www.dieese.org.br/esp/cambio/cambio.html)

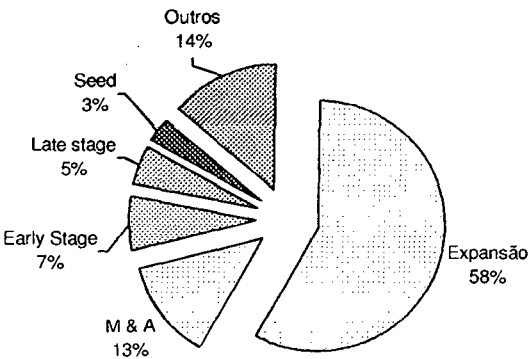
de risco no país em favor de investimentos em empresas na fase de expansão, conforme mostrado no Gráfico 5-5. Um fator que contribui para esse fenômeno foi o crescimento abrupto do número de novos investimento de capital de risco em 2000, decorrente dos investimentos em empresas de Tecnologia da Informação, praticamente dobrando o número de operações ocorridas em 99. Mais recentemente, outro fator foi a menor disponibilidade de recursos para investimento no país e o movimento defensivo dos gestores dos fundos ao aumentarem as exigências para investimentos.

**Tabela 5-3 – Investimentos de Capital de Risco no Brasil no período 1999/2002**

	1998	1999	2000	2001	2002
Volume (US\$ milhões)	1.560	832	1.401	682	160
Nº transações	21	38	87	71	34
Investimento / transação	74,3	21,9	16,1	9,6	4,7

Fonte: *Brazil Venture News* Ano III/n.19 – Stratus Investimentos S/A<sup>26</sup>

**Gráfico 5-5 – Distribuição dos investimentos por estágio da empresa investida**



Fonte: ABCR / Thomson Venture Economics

<sup>26</sup> Em: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, Ciência, Tecnologia e Inovação - CGEE (2003)

---

### 5.2.3. Regulamentação do capital de risco no Brasil

Segundo PAVANI (2003, p. 53-54), a criação de um aparato regulatório para o segmento de capital de risco foi iniciada em 1986, com o Decreto-Lei 2.287, de 23 de julho de 1986, e as resoluções do Banco Central nº 1.184, de 4 de setembro de 1986, e nº 1.346, de 18 de junho de 1987, criaram a figura da Sociedade de Capital de Risco.

Em 1994, a CVM publicou a Instrução nº 209, de 25 de março de 1994, que dispôs sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). Esta regulamentação: (i) começou a criar as bases legais para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil; (ii) estabeleceu o conceito do que é uma empresa emergente; (iii) abriu aos investidores institucionais, notadamente fundos de pensão e seguradoras, a possibilidade de investir em empresas não listadas em bolsa; (iv) possibilitou às empresas comerciais atuantes como gestores de capital de risco que passassem a ter tratamento fiscal de fundos, com tributação sobre o resultado financeiro do portfólio e não sobre o volume investido no momento do fato gerador.

Em meados de 2003, a CVM editou a Instrução nº 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs). Com essa instrução, os investidores de *private equity* passaram a ter uma regulamentação mais adequada às suas características (resumo na Tabela 5-4):

- Viabiliza a presença de investidores institucionais, como Fundos de Pensão e seguradoras, como quotistas de Fundos de Participações que, embora prevista desde março de 2001, ainda dependia de regulamentação da CVM
  - Exige que empresas fechadas integrantes das carteiras dos fundos observem práticas de governança mínima, tais como adesão à arbitragem para solução de conflitos societários e apresentação de demonstrações contábeis revisadas por auditores independentes registrados na CVM
  - Permite a utilização de ações ou títulos conversíveis ou permutáveis em ações, tanto de empresas fechadas quanto de empresas abertas, desde que os fundos participem do processo decisório da empresa investida
-



**Tabela 5-4 – Quadro comparativo das diversas estruturas regulamentadas de fundos de capital de risco no Brasil**

ASSUNTO	ESTRUTURA DO FUNDO		
	Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes	Fundo de Ações	Fundo de Investimento em Participações
Composição da carteira	Valores mobiliários de empresas com faturamento líquido inferior a R\$ 100 milhões ou que integre grupo com patrimônio de até R\$ 200 milhões	Ações de companhias abertas e valores mobiliários cuja distribuição tenha sido registrada na CVM, <i>Depositary Receipts</i> , entre outros (Inst. CVM nº 303/99)	Valores mobiliários de companhias fechadas ou abertas
Governança corporativa	Não há exigência	Não há exigência	Companhias fechadas devem adotar padrões mínimos
Classe de cotas	Única	Única	Diversas

Fonte: LEVY & SALOMÃO (2003)

**5.2.4. O desempenho do capital de risco no Brasil**

Apesar de todo o otimismo em torno do assunto no início dos anos 90, os resultados obtidos pelos investimentos de *private equity* na América Latina, e, especificamente, no Brasil, não são muito animadores. As informações sobre volume de investimentos em capital de risco mostradas anteriormente indicam que ou novos recursos não estavam disponíveis para esta classe de ativos e/ou os próprios gestores seguraram novos investimentos, tornando-se mais seletivos ao evitar aumentar sua exposição em novos projetos.

Como fonte de informação primária, é importante ouvir a opinião de profissionais que atuam no mercado, como Michael Moreno<sup>27</sup> (ATLANTIC-PACIFIC CAPITAL, 2002).

<sup>27</sup> Michael Moreno é o presidente da empresa Atlantic-Pacific Capital Inc.

---

Moreno afirma que os problemas enfrentados pelos fundos de capital de risco na América Latina, com exceção do México, foram agravados por: (i) escassa existência de projetos de qualidade, disputados por muitos fundos de capital de risco instalados na região a partir de meados da década de 90; (ii) dependência demasiada do mercado de capital de risco latino-americano por empresas controladas por famílias, o que provou ser inóspito para investidores minoritários e (iii) ausência ou alto custo de crédito local.

Outro profissional que atua na área de capital de risco, BINDER<sup>28</sup> (2002), fez uma análise das condições de contorno que enfraquecem a cadeia do mercado de capital de risco no Brasil. Em sua argumentação, ele cita os pontos positivos para o desenvolvimento do mercado de capital de risco no Brasil, como a pesquisa Global Entrepreneurship Monitor<sup>29</sup>, que situa os brasileiros entre um dos povos mais empreendedores da amostra avaliada, e o forte e sólido setor financeiro no país, que fornece condições favoráveis para o desenvolvimento da indústria. Por outro lado, o autor cita os elos da cadeia do capital de risco por ele considerados fracos, e que devem ser fortalecidos, entre eles: (i) a falta de capital semente (*seed capital*); (ii) a ausência dos fundos de pensão no processo; (iii) a inexistência de mercados secundários para gerar liquidez necessária aos investimentos e (iv) a falta de conhecimento do mercado de capital de risco, incluindo aí a ausência de um marco regulatório que fomenta o desenvolvimento deste mercado.

Em seu ensaio, LEEDS e SUNDERLAND (2002) estudaram os potenciais motivos genéricos para a baixa performance da indústria de *private equity* nos mercados emergentes, concluindo que três características presentes nestes mercados poderiam explicar os fracos desempenhos. A primeira delas seria a ausência de boas práticas de governança corporativa nos países em desenvolvimento. A qualidade da informação requerida para se decidir pelo investimento e monitorar a performance da empresa após realização do aporte é fator fundamental para o sucesso do investimento. Assim sendo, a ausência de transparência na gestão e a falta de acurácia dos demonstrativos financeiros dificultam o relacionamento entre o gestor de capital de risco e a empresa investida. Este

---

<sup>28</sup> Diretor executivo da Associação Brasileira de Capital de Risco – ABCR

<sup>29</sup> Pesquisa realizada pelo Babson College e a London School of Economics.

---

---

aspecto é agravado ao se levar em consideração a prevalência de empresas familiares nas economias dos países em desenvolvimento. Frequentemente, empresas familiares estão desacostumadas com o compartilhamento das decisões executivas com sócios externos, não distinguindo os interesses do dono da empresa com os da empresa e tratando as informações estratégicas e executivas de forma sigilosa (até mesmo como instrumento para manutenção de poder).

Embora a possibilidade de receber um investimento de um sócio externo pareça ser atraente para o empreendedor em um primeiro momento, muitas vezes, ainda na fase de negociação do Acordo de Acionistas e/ou Contrato Social, o processo é bloqueado pela resistência do proprietário na negociação de cláusulas de governança e resolução de impasses. Infelizmente, também não é raro que, somente depois de concretizada a entrada do novo sócio, ocorra o agravamento do conflito entre a visão tradicional de gestão do empreendedor e as exigências de governança do gestor de capital de risco. Isto frequentemente acarreta na rápida deterioração do relacionamento entre as partes.

O contexto cultural e as práticas empresariais do país também influenciam diretamente as práticas de governança. Legislação tributária complexa e sofisticada, legislação trabalhista inadequada aliada a certa tolerância à corrupção de órgãos fiscalizadores, infelizmente realidade em parte dos países em desenvolvimento, levam até mesmo as empresas mais sólidas de um país a montar esquemas alternativos<sup>30</sup> para driblar a legislação vigente. Estas práticas dificultam ainda mais a avaliação do real valor da empresa pelo gestor de capital de risco.

Um segundo ponto levantado por LEEDS e SUNDERLAND diz respeito ao aparato legal restrito. Eles concluíram que, além da falta de regulamentação específica para o mercado de capital de risco, a experiência inicial com investimentos de risco em países emergentes mostra haver pouco respaldo legal para resolver disputas em caso de diferenças entre as partes, apesar da existência de acordos assinados entre as partes. Normalmente, os processos judiciais são lentos, se arrastam por vários anos e são caros, o que coloca em

---

<sup>30</sup> Exemplos de “esquemas alternativos” no Brasil são: Caixa 2 (ativo circulante que não aparece nos livros contábeis), subsidiárias fantasmas em paraísos fiscais e vendas subfaturadas.

---

risco a sobrevivência da empresa durante esse período de disputa. Apesar da nova regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações (Instrução CVM 391/03) incluir exigências mínimas de governança, boa parte dos fundos existentes no país não está estabelecida de acordo com tais exigências, e portanto, se espera que estas práticas de governança sejam incorporadas gradativamente à prática dos fundos que atuam no Brasil.

O último ponto que os autores levantam é a disfunção dos mercados de capitais de países emergentes. No mercado norte-americano, a possibilidade da abertura de capital de forma eficaz é um dos fatores de sucesso para o mercado de capital de risco por fornecer uma alternativa de liquidez para a participação dos investidores. Sem uma alternativa viável de saída via abertura de capitais, as opções são limitadas às vendas para um investidor estratégico e revenda das ações para os proprietários originais, ou investidores que buscam empresas mais maduras. Exemplo num mercado em desenvolvimento, a Europa Oriental teve 38% de todas as saídas de investimentos de risco em 1998/1999 realizadas por meio de venda a investidores estratégicos e somente 3% por meio de abertura de capital. Na América Latina, no período entre 1998 e 2001, aconteceram somente 2 saídas através da abertura de capital. (vide Tabela 5-5).

**Tabela 5-5 – Saídas de investimentos de risco por meio de IPO em países em desenvolvimento**

	Saídas de investimento de risco	IPO	Outras <sup>31</sup>
Europa Oriental (entre 1998-1999)	Não disponível	3%	97%
América Latina (entre 1998-2001)	18	11%	89%

Fonte: LEEDS e SUNDERLAND (2002)

Apesar de ser um estudo internacional e ter caráter genérico, é possível verificar que as conclusões de LEEDS e SUNDERLAND (2002) também são observadas em outro estudo sobre o mercado brasileiro, desenvolvido por CHECA, LEME e SCHREIER (2001). Os

<sup>31</sup> Outras se referem a: vendas a investidores estratégicos (*trade sale*), vendas aos empreendedores (*management buyout*) e oferta de ações no mercado secundário.

---

autores constataram os seguintes problemas para o desenvolvimento da indústria de Capital de Risco no Brasil:

- Falta de familiaridade com operações de compra/venda de participação acionária por parte do empreendedor. Os proprietários de empresas enxergam o capital de risco como um empréstimo que eles pagarão de volta no futuro, mantendo a sua participação no empreendimento.
  - Ausência de informação contábil confiável e de dados sobre as empresas, especialmente pequenas e médias. Também nestas, a prática ilegal de contabilidade paralela é usada para reduzir o pagamento de tributos. Subfaturamento de vendas é outra realidade encontrada.
  - Existência de passivos trabalhistas aos quais as empresas normalmente estão expostas. Muitas companhias se auto-financiam por meio do não repasse do recolhimento de tributos descontados de seus funcionários. Outras contratam funcionários sem registrá-los oficialmente, evitando assim, o pagamento de direitos trabalhistas ao empregado e de encargos sociais ao governo. Estimativa dos autores informa o pagamento, pelas empresas, de 56 tipos de tributos. Conseqüentemente, o lucro pode ser obtido por meio da simples evasão de impostos.
  - Falta de bons gestores. Muitos empreendedores no Brasil têm falta de proficiência gerencial e não possuem habilidades adequadas para desenvolver efetivamente um negócio nem para levar a empresa para o próximo degrau. Mesmo após realizar um investimento, os gestores de capital de risco têm dificuldades para encontrar executivos que administrem seus investimentos e que estejam dispostos a compartilhar os riscos do negócio.
  - Direitos dos acionistas minoritários. Neste ponto, o Brasil está evoluindo, porém, o novo aparato legal existente para proteção dos minoritários, como a nova Lei das Sociedades Anônimas, o novo Código Civil e a nova Instrução da CVM 391/03 para os Fundos de Investimento em Participações, ainda é recente e não foi totalmente assimilado pelo mercado de capital de risco.
-

- 
- Dificuldade para conseguir linha de crédito em moeda local. Mesmo com as taxas abaixo do nível médio da década de 90, crédito local barato é um recurso escasso. Muitas aquisições de empresas baseadas em financiamentos foram realizadas com linhas de crédito internacionais e são indexadas a uma moeda estrangeira, normalmente dólar norte-americano. Portanto, a alavancagem financeira responsável por possibilitar o retorno aos acionistas não é uma alternativa existente.

Ao se comparar os pontos levantados nos trabalhos de Leeds e Sunderland com aqueles de Checa, Leme e Schreier, nota-se que eles podem ser divididos em dois grupos distintos: aqueles que interferem diretamente no relacionamento entre o gestor de capital de risco (investidor) e o empreendedor e aqueles que interferem indiretamente nesse relacionamento. Entre os aspectos que interferem diretamente na qualidade dessa relação se enumeram: (i) as práticas de governança corporativa, incluindo aí regras para tomada de decisão, de transparência, e de reporte de informações da empresa; (ii) a não familiaridade com fusões e aquisições; (iii) as contingências trabalhistas e fiscais das empresas investidas; (iv) a qualidade dos gestores/executivos. Portanto, avaliando-se mais detalhadamente estes fatores, percebe-se que eles são a matéria-prima para os problemas de agência na relação gestor de capital de risco–empreendedor que se pretende estudar ao longo deste trabalho.

---

---

## 6. Problemas de agência no mercado de capital de risco

### 6.1. Fundamentação teórica: problemas de agência

A teoria econômica traz uma série de contribuições para o entendimento dos problemas de incentivo e controle existentes numa relação principal-agente. O problema de agência foi primeiramente abordado por BERLE E MEANS (1932), quando avaliaram as implicações da separação entre a propriedade e o controle nas empresas. Tal avaliação foi estudada na época em que a propriedade das empresas americanas foi dispersa entre inúmeros acionistas por meio da pulverização do capital da empresa pela bolsa de valores em contrapartida à concentração do controle na mão dos executivos dessas empresas. O conflito surge porque os executivos que detêm o controle da empresa podem ter interesses diferentes dos acionistas, e podem agir em benefício próprio ao tomarem decisões que maximizam o seu bem estar ao invés de maximizarem os benefícios para os acionistas. Há boa literatura disponível a respeito da Teoria de Agência<sup>32</sup>, porém, para fins de definição dos principais problemas envolvidos na Teoria da Agência, optou-se pelas definições contidas em MILGRON e ROBERTS (1992, p.128-165). Eles explicam que, em transações reais, existe uma série de problemas para se montar e fazer valer um contrato perfeito. Um destes problemas está relacionado à racionalidade limitada das pessoas reais, consequência das limitações dos seres humanos para prever ocorrências futuras, da linguagem imprecisa que não traduz exatamente o que se pretende fazer na realidade, dos custos de se estimar soluções e dos custos de se escrever um contrato. Estas limitações também demonstram que nem todas as contingências são consideradas *a priori* ou podem ser antecipadas no momento em que se redige o contrato, e que inevitavelmente precisarão ser solucionadas no futuro. Portanto, o relacionamento é adaptado entre as partes conforme o contrato evolui.

---

<sup>32</sup> O autor recomenda a leitura de BOCATTO (2001, p. 91) que faz uma revisão bibliográfica da Teoria da Agência desde o seu surgimento até os dias atuais.

---

---

O receio de um comportamento oportunista da outra parte é outra variável que prejudica o engajamento total das partes e, conseqüentemente, prejudica o arranjo que maximizaria a eficiência da transação. Este engajamento parcial das partes é conhecido como comprometimento imperfeito<sup>33</sup> das partes de um contrato. Um exemplo disso pode ser a dependência por determinada empresa de um único fornecedor de determinado equipamento, cujos custos de produção evoluem de acordo com a teoria da curva de aprendizado<sup>34</sup>. Pelo critério da maximização da eficiência, isto faria com que toda a produção fosse canalizada para este único fornecedor. Entretanto, o receio de um comportamento oportunista deste fornecedor, que pode vir a aumentar seus preços em função da dependência do cliente ao seu produto, faz com que o comprador busque diversificar sua base de fornecedores às custas da maximização da eficiência da transação.

A seleção adversa é outro problema extraído da teoria econômica. Ela é encontrada pelos capitalistas de risco durante a avaliação de potenciais investimentos, uma vez que a existência de informações privilegiadas por parte do empresário e a grande assimetria de informações entre as partes podem induzir o investidor a uma avaliação incorreta do valor da empresa que receberá o investimento.

Apesar disso, mesmo que na prática não existam informações privilegiadas antes do aporte de capital, poderão existir problemas futuros relacionados ao fluxo de informações (*reporting*) para que o investidor de risco avalie corretamente o desempenho da empresa

---

<sup>33</sup> Do inglês *imperfect commitment*, significa a inabilidade das partes de se comprometerem a cumprir totalmente determinados termos de um contrato

<sup>34</sup> Do inglês *learning curve theory*. Esta teoria é baseada em 3 hipóteses: (i) O tempo necessário para completar uma determinada tarefa ou unidade de produto será menor cada vez que esta tarefa é repetida; (ii) O tempo necessário para produzir uma unidade se reduzirá a uma taxa decrescente; (iii) A redução do tempo de produção unitário seguirá um padrão previsível. Estas hipóteses foram testadas inicialmente na indústria aeroespacial (CHASE, AQUILANO, JACOBS, 1998).

---



---

que recebeu investimento. Isto abre possibilidades para má-conduta da gerência da empresa investida, conceito conhecido como *moral hazard*<sup>35</sup>

Estas questões relacionadas à motivação e à coordenação dos gestores da empresa (agente) receptora do investimento estão incluídas nos chamados custos de transação<sup>36</sup> do investimento. De forma mais geral, a questão de motivar determinada pessoa ou organização a agir de acordo com os interesses de outros grupos e organizações é conhecida entre os economistas como o problema do principal-agente. Portanto, todos os custos envolvidos na avaliação do projeto, estruturação do investimento, coordenação e monitoração do desempenho da empresa investida poderiam ser classificados de custos de agência de um investimento de risco.

Uma série de fatores limita o acesso ao capital pelas empresas com grande potencial de crescimento em busca financiamento para o seu desenvolvimento. GOMPERS e LERNER (1999, p.127-128) agruparam estes fatores críticos em quatro grupos: (i) incerteza, (ii) informação assimétrica, (iii) tangibilidade dos ativos, i.e, se os ativos da empresa são tangíveis ou intangíveis, e (iv) condições relevantes do mercado financeiro e do mercado de atuação da empresa.

O primeiro grupo destes problemas, o da incerteza, é a medida do arranjo de potenciais resultados de uma empresa ou projeto. Quanto maior a dispersão de resultados potenciais, maior a incerteza. Por sua natureza, empresas jovens e empresas em processo de reestruturação são associadas a níveis significativos de incertezas, uma vez que estão sujeitas a incertezas inerentes à aceitação do seu novo produto e à resposta dos competidores. A incerteza afeta tanto a disposição do investidor de aportar capital quanto o desejo dos fornecedores de ampliar o crédito e as decisões dos executivos da empresa.

---

<sup>35</sup> Na falta de uma tradução adequada, optou-se por manter o termo em inglês, adotado do jargão originário do mercado de seguros que qualifica o risco de uma empresa de seguros resultante da incerteza a respeito da honestidade do segurado. Atualmente, o termo qualifica qualquer tipo de má conduta pós-contratual originada da falta de honestidade de uma das partes de um contrato.

<sup>36</sup> O conceito de custos de transação foi introduzido na teoria econômica por R. H. Coase, no seu artigo “*The Nature of the Firm*”, de 1937. Vide: COASE (1937).

---

---

O segundo fator, informação assimétrica, está relacionado ao maior conhecimento do empreendedor a respeito das perspectivas da empresa, em função do seu envolvimento diário, do conhecimento dos investidores, dos fornecedores ou dos sócios estratégicos.

A assimetria de informações também leva a problemas de seleção, já que os empreendedores podem se aproveitar do fato de conhecerem melhor o projeto ou o seu potencial do que os investidores. Investidores podem achar difícil distinguir os empreendedores competentes dos incompetentes, e, conseqüentemente, são incapazes de tomarem decisões apropriadas e eficientes sobre onde investir. O resultado disso é o surgimento de um mercado de “limões<sup>37</sup>” descrito por AKERLOF (1970), no qual os capitalistas de risco não são capazes de oferecer condições atraentes o suficiente para atrair os melhores projetos. Assim sendo, apenas se sujeitam às condições mais severas de seleção dos fundos de capital de risco aquelas empresas que não têm outras opções de financiamento.

O terceiro fator que afeta a estratégia corporativa e financeira da empresa é a natureza de seus ativos. Empresas com ativos tangíveis, como equipamentos e máquinas, construções, terrenos e inventário físico, conseguem obter financiamento mais facilmente ou em condições mais favoráveis do que aquelas empresas com predominância de ativos intangíveis, como *know-how* e patentes.

E, como último fator, as condições de mercado, que podem variar significativamente tanto no âmbito regulatório, por meio de mudanças na legislação e tributação, como no âmbito competitivo, por meio das ações das empresas rivais e das preferências dos consumidores, podendo dificultar o levantamento de capital novo para a firma.

Nos itens a seguir, se avaliará os problemas de agência aplicados à indústria de capital de risco e como os capitalistas de risco tentam reduzir o impacto dos fatores críticos aqui relacionados, de modo a adequar a sua exposição aos potenciais riscos gerados a partir desses fatores.

---

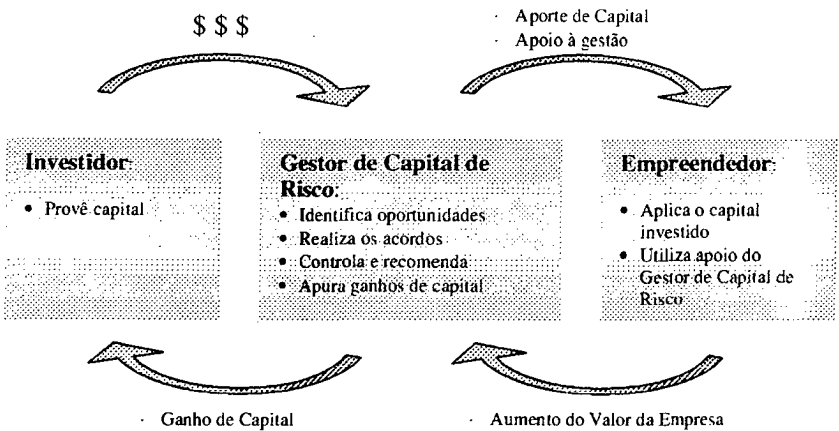
<sup>37</sup> Do inglês *market for lemons*. “Limões” nos EUA está relacionado aos produtos de má qualidade e é parte do exemplo do mercado de carros que Akerlof utilizou para exemplificar os efeitos da seleção adversa.

---

6.2. Estrutura do mercado de capital de risco

O mercado de capital de risco está estruturado com três participantes: o investidor, o gestor<sup>38</sup> do fundo capital de risco e o empreendedor da empresa que recebe a injeção capital. A Figura 6-1 mostra o relacionamento entre estas três entidades.

Figura 6-1– Fluxo de Serviços e Capital no mercado de capital de risco



Fonte: Adaptação de TYKOVÁ (2000) e GOMPERS e LERNER (1999)

Os fundos levantam recursos junto a investidores institucionais e gestores de grandes patrimônios, investindo estes recursos em projetos ou empresas nascentes/jovens que potencialmente trarão grande retorno financeiro a estes investidores. Normalmente, além de aportarem o capital necessário e compartilharem o risco para o desenvolvimento destas empresas, os gestores de fundos de capital de risco também aportam contribuições de grande valor para o empreendedor, tais como auxílio no desenho da estratégia empresarial, aumento da credibilidade da empresa investida, acesso a uma rede diferenciada de contatos de fornecedores e clientes potenciais, assistência mercadológica, busca de novos investidores e auxílio na profissionalização dos gestores da empresa, entre outras. A

<sup>38</sup> Gestor de capital de risco e Fundo de capital de risco serão consideradas denominações equivalentes ao longo deste documento

---

atuação ativa na gestão da empresa é exatamente o que diferencia a abordagem do gestor de capital de risco daquela de um banco comercial nas operações de concessão de crédito.

Segundo TYKOVÁ (2000), o relacionamento entre os gestores de capital de risco e as empresas nas quais ele investiu é caracterizado por alta assimetria de informação, incerteza e alto risco. Ao investir numa determinada empresa, o fundo assume parte do risco e dos lucros da empresa, passando a contar com a gestão do empreendedor para obter o retorno de seu investimento. Este arranjo define um claro problema de incentivo, uma vez que o fundo corre o risco de o empreendedor dedicar menos esforço, visto que ele não terá acesso à totalidade dos lucros de sua empresa. Mesmo que este esforço exista e seja adequado, a empresa ainda pode fracassar por outros motivos, tais como aplicação indevida dos recursos financeiros aportados, manutenção de uma linha de negócio que o empreendedor sabe que será deficitária, manipulação das informações financeiras da empresa que são passadas aos investidores e investimento em projetos que tragam grande retorno e satisfação pessoais, porém baixos retornos financeiros aos acionistas.

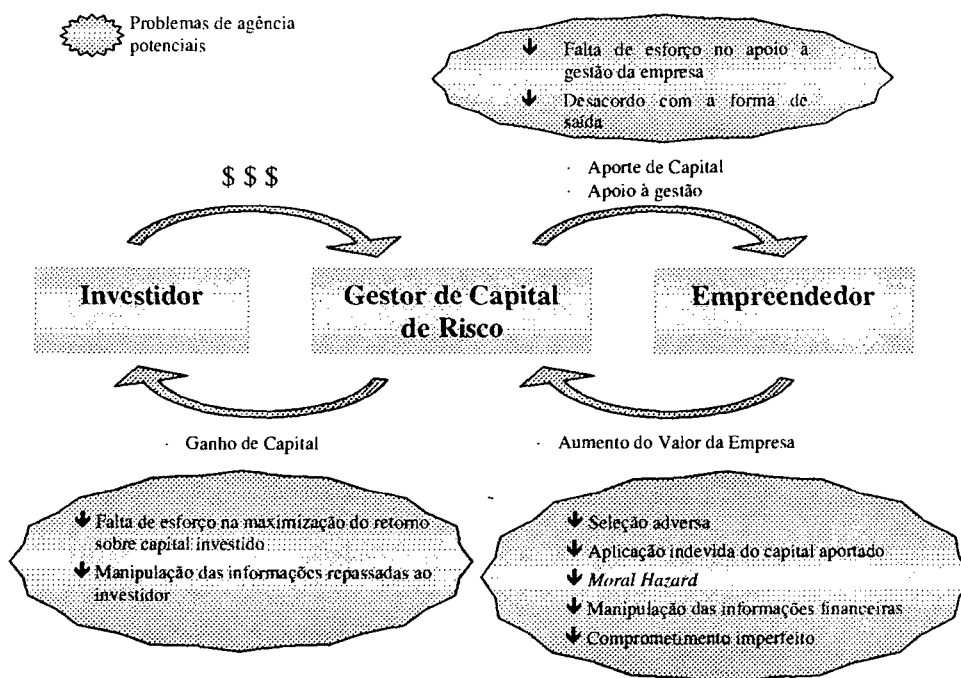
Ao se avaliar o fluxo de serviços e capital apresentado na Figura 6-1, percebe-se que, ao mesmo tempo em que o gestor de capital de risco faz o papel do “principal” ao confiar ao empreendedor o desenvolvimento e aumento do valor da empresa, ele é o “agente<sup>39</sup>” do empreendedor quando se trata do apoio à gestão da empresa investida. Da mesma forma, o gestor de capital de risco é o “agente” do investidor externo para maximização do retorno sobre o investimento feito por este último. Esta estrutura do mercado de capital de risco com responsabilidades cruzadas é mais complexa do que a situação tradicional estudada na qual há somente um principal e um agente. A Figura 6-2 mostra os principais possíveis problemas de agência que podem ocorrer no relacionamento entre estes três participantes do mercado de capital de risc.

---

<sup>39</sup> Tecnicamente não se poderia utilizar o termo “agente” do empreendedor para designar o gestor de capital de risco nessa ação, visto que o apoio ao empreendedor na gestão da empresa não é estabelecido formalmente através de contrato, mas sim informalmente. Entretanto, optou-se por sacrificar o rigor técnico para facilitar a compreensão da relação de troca existente entre as partes.

---

**Figura 6-2 – Potenciais problemas de agência no mercado de capital de risco**



Fonte: Adaptação de Diem (2002)

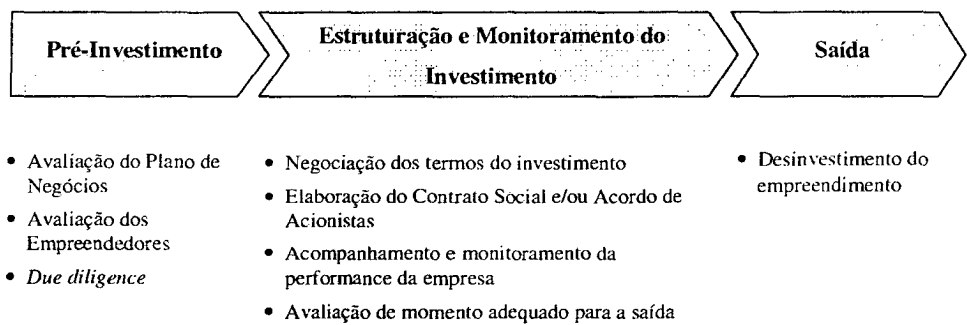
Conforme dito na Introdução deste documento, este trabalho focará somente nos problemas existentes na interface gestor de capital de risco, como investidor de recursos em empresas (o “principal”) e empreendedor, como a parte que recebe o investimento (o “agente”<sup>40</sup>) e serão estudados os instrumentos e cláusulas contratuais de maior uso para reduzir os potenciais problemas de agência mais constatados na prática e avaliados na teoria, além de avaliar os mecanismos que realmente funcionaram no caso analisado.

Para organizar a abordagem do estudo proposto, os problemas de agência da interface gestor de capital de risco - empreendedor serão avaliados ao longo de cada uma das fases

<sup>40</sup> Para uma melhor avaliação dos problemas de agência entre o investidor e o gestor de capital de risco, vide BOCCATO (2001) e TYKOVÁ (2000).

do ciclo do investimento de risco em uma empresa: pré-investimento, estruturação e monitoramento do investimento e saída (vide Figura 6-3).

Figura 6-3 – Ciclo do investidor de capital de risco numa empresa



Fonte: Adaptação de KINA (2002)

6.3. Ações para reduzir problemas de agência na fase de pré-investimento

Na fase de seleção de projetos, o principal problema encontrado é a seleção adversa, i.e., aquela que ocorre com grande assimetria de informações entre as partes que estudam uma possível associação. Do ponto de vista do gestor de capital de risco, o objetivo é buscar as informações mais acuradas possível a respeito da empresa e do empreendedor que lhe são apresentados e descobrir aquelas informações que o empreendedor está omitindo.

Os mecanismos mais utilizados pelos gestores de capital de risco para mitigarem os riscos da seleção adversa são: (i) triagem rigorosa dos projetos; (ii) especialização e foco da equipe do gestor de capital de risco, (iii) adequação do nível de exposição a investimentos em empresas nascentes e (iv) *Due diligence*<sup>41</sup>.

<sup>41</sup> Processo de investigação e apuração das informações passadas pelo empreendedor ao fundo de capital de risco interessado em investir em determinada empresa.

---

Interessante notar que a especialização e foco da equipe e a restrição a investimentos em *start-ups* são condições normalmente impostas aos gestores do fundo de capital de risco (*general partners*<sup>42</sup>) pelos investidores (*limited partners*<sup>43</sup>) em seus contratos de associação. GOMPERS e LERNER (1999) fizeram um estudo<sup>44</sup> e classificaram as cláusulas contratuais desses contratos de associação em três grupos: cláusulas relacionadas ao gerenciamento geral do fundo, cláusulas relacionadas às atividades dos *general partners* e cláusulas restringindo o tipo de investimento. Da mesma forma que o gestor de um fundo de capital de risco busca minimizar os problemas de agência no seu relacionamento com o empreendedor, o investidor busca o mesmo tipo de proteção por meio de cláusulas contratuais dos contratos de associação com o gestor de fundos, restringindo a liberdade de ação do gestor e tentando evitar o problema do agente-principal nesse relacionamento<sup>45</sup>.

### 6.3.1. Triagem rigorosa dos projetos

O capital de risco é uma alternativa de financiamento para aquelas empresas que não têm condições de levantar recursos em bancos e financiadores tradicionais. Exemplos disso são empresas nascentes sem ativos para dar garantias reais aos empréstimos, empresas muito endividadas que precisam de recursos para se reestruturar e empresas em busca de recursos para se consolidar por meio de aquisições de outras empresas.

---

<sup>42</sup> No Brasil, oficialmente, o *general partner* é chamado de Administrador do Fundo. A nomenclatura oficial é definida pela Instrução CVM Nº. 209/94, que estabelece a legislação para a constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e pela Instrução CVM 391/03 que estabelece as regras para os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs). Neste trabalho utilizaremos Gestor e Administrador como sinônimos.

<sup>43</sup> No Brasil, oficialmente, o *limited partner* é chamado de Quotista do Fundo. Vide comentário na nota de rodapé anterior.

<sup>44</sup> Vide anexo “Cláusulas comuns em um contrato entre Investidor – Gestor de Fundos”

<sup>45</sup> Conforme dito anteriormente, este tema não é objeto deste trabalho e fica como recomendação a estudos futuros.

---

---

Nesse contexto, a seleção adversa é uma realidade para o gestor de capital de risco, que se protege por meio de uma triagem bastante rigorosa das propostas de investimento recebidas. Ele irá selecionar apenas aquelas que se encaixem no seu foco de investimento, tenham uma proposta de negócio promissora e um time de executivos competentes com quem este gestor gostaria de se associar. Um exemplo disto são as baixas taxas de aprovação de investimento de um gestor de risco, muitas vezes chegando a menos de 1 projeto aprovado a cada 100 analisados.

Uma vez comprovada a existência de um rigoroso processo de seleção de investimentos pelos investidores, é necessário avaliar se é possível definir um processo de avaliação com critérios que sejam comuns aos diversos capitalistas de risco.

SANDBERG (1982, p.18) constatou que é possível verificar a existência de um critério de seleção bem como é possível argumentar em favor de sua eficácia, porém ele também constatou que é complicado definir exatamente quais são os parâmetros desse critério. O que se constata é que elementos da estratégia e da estrutura do setor são avaliados em conjunto com as características do empreendedor e que, apesar das perguntas feitas por estes investidores serem normalmente as mesmas, as respostas esperadas aparentam ter pouca uniformidade devido à subjetividade de cada avaliador.

Na prática, Sandberg constatou que normalmente o processo de avaliação de investimentos feito por capitalistas de risco inclui a análise de duas dimensões principais: (i) a avaliação do empreendedor e (ii) a avaliação do plano de negócios.

Com relação a avaliação do empreendedor, DINGEE, SMOLLEN e HASLLETT (1982) consideraram como fatores mais importantes na avaliação de uma proposta de investimento o comprometimento, a motivação e as habilidades do empreendedor, além das habilidades do time de gerentes e da viabilidade da proposta de negócio. Características desejáveis incluem nível de empenho e energia, autoconfiança, persistência na resolução de problemas, realismo na definição de metas, preferência moderada ao risco, capacidade para aprender pelos fracassos, abertura para receber críticas, iniciativa e responsabilidade. Também são procurados empreendedores que se envolvam com a empresa a longo-prazo, ou seja, que enxerguem dinheiro como medida de performance e não como um fim. Interessante notar que esse último item é uma questão ambígua do ponto de vista do fundo

---



---

de capital de risco, visto que, ao mesmo tempo em que ele procura um empreendedor motivado e envolvido com o negócio, ele também busca flexibilidade e autonomia para vender o controle total da empresa para um vendedor estratégico caso essa oportunidade apareça. Tal fato é especialmente comum no Brasil, tendo-se em vista as poucas alternativas de saída conforme discutido anteriormente e conforme será discutido no item “Ações para reduzir problemas de agência na saída (*exit*)” mais adiante.

Com relação à proposta de negócio, os capitalistas de risco dedicam atenção ao Plano de Negócio, que deve conter os vários elementos da estratégia da empresa, além de considerarem aspectos relacionados a sua saída do investimento dentro do prazo de existência do fundo. A questão da saída é particularmente importante no Brasil, uma vez que as alternativas de liquidez de empresas investidas se dá principalmente por meio de sua venda para investidores estratégicos ou para investidores financeiros. Isto foi muito bem traduzido por um dos gestores de fundo de capital de risco entrevistados que afirmou: “Nós somente entramos numa empresa após termos uma visão muito clara e realista de como iremos sair dela”.

Para avaliar a viabilidade estratégica do negócio proposto, os investidores buscam respostas para as seguintes perguntas<sup>46</sup>: O que será vendido para quem, e quais são as motivações dos consumidores?; Por que os clientes comprarão desta empresa ao invés de comprar de empresas concorrentes?; Como esta empresa competirá contra os concorrentes? Esta empresa atua num setor em crescimento?; Qual é o potencial do mercado para consolidação do setor, crescimento por meio de exportação, etc?

Adicionalmente, BOCATTO (2001) constatou que alguns investidores colocam a exigência de uma alta taxa de retorno do investimento como um dos critérios de seleção de empresas. Assim, incorpora-se o risco de problemas ocasionados pela incerteza e pela assimetria de informação, penalizando o valor da empresa. Entretanto, esta ação pode ter um efeito perverso na seleção de investimentos, uma vez que somente passarão no processo de seleção as empresas com maior potencial de crescimento previsto e provavelmente com

---

<sup>46</sup> DINGEE et al (1982)

---

---

maior dispersão de resultados possíveis e, conseqüentemente, mais arriscadas quando avaliadas sob a ótica de risco-retorno do investimento.

### **6.3.2. Especialização e foco da equipe do gestor de capital de risco**

Para se precaver e minimizar a seleção adversa de empresas e empreendedores que buscam investimento, os gestores de capital de risco se especializam em alguns setores e regiões. Ao conhecer profundamente a estrutura de um setor, o gestor do fundo pode rapidamente e intuitivamente avaliar inconsistências no modelo de negócios apresentado e, dessa forma, contrabalançar as incertezas do empreendimento que lhe são apresentadas.

A especialização dos executivos e do corpo de pesquisas de um gestor de capital de risco reduz os custos de monitoramento dos mercados-alvo, acelera os processos de *due diligence* e de negociação, agiliza a elaboração do contrato de investimento e facilita a contratação de executivos para a empresa, dentre outros benefícios que, além de reduzirem os custos de agência, também reduzem o custo de transação.

Muitas vezes a especialização do gestor do fundo de capital de risco é exigida no próprio contrato de associação entre o investidor institucional e o fundo de capital de risco, de modo a forçar o foco de atuação do gestor do fundo de capital de risco. Do ponto de vista do investidor de capital de risco, essa é uma garantia de que a diversificação do seu portfólio de investimentos nesta classe de ativos não acontecerá à sua revelia. Do ponto de vista da estrutura de despesas do fundo de capital de risco, essa é uma garantia de que o alto custo de manutenção de uma equipe de pesquisa bem qualificada, os custos de pesquisa e acompanhamento de setores da economia e os custos de estruturação de contratos serão concentrados e focados.

Segundo SHEARBURN e GRIFFITHS (2002b), a seleção de bons gestores de fundos de capital de risco é um fator essencial para que os resultados dessa classe de ativos proporcione retorno superior à média do mercado. Os retornos médios dos investimentos de *private equity*, historicamente, têm sido menores do que a média dos mercados de ações públicos. Segundo dados obtidos pelos autores, somente 20% dos gestores com melhor

---

---

desempenho conseguem taxas internas de retorno acima de 20%, remunerando adequadamente os investidores pela maior exposição ao risco.

Esta constatação reforça que no mercado de gestores de fundos de capital de risco, um desempenho médio não se traduz em benefício para os investidores e, portanto, nesse contexto, a especialização do gestor pode ser considerada como necessária para que o fundo de capital de risco obtenha uma relação risco-retorno adequada para seu investidor.

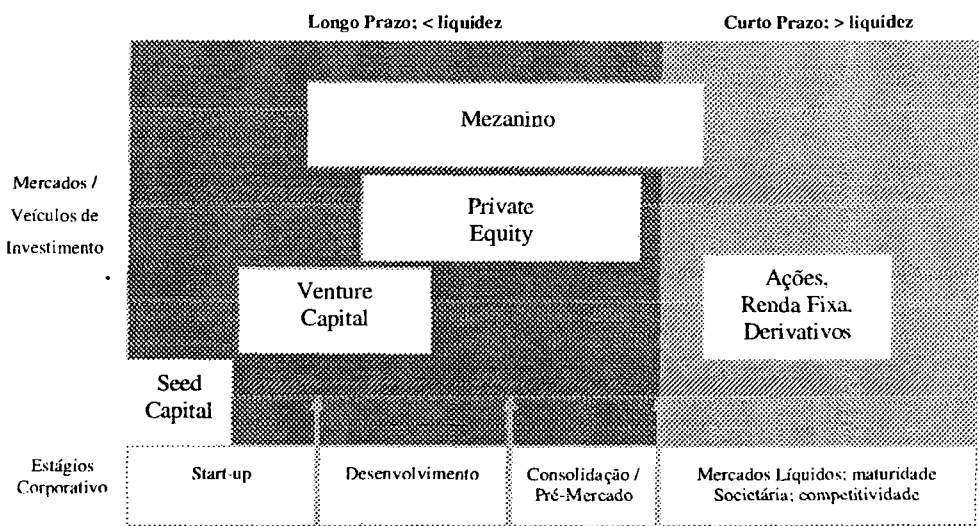
Ao avaliarmos os fundos de capital de risco atuantes no Brasil, percebemos que muitos deles têm foco regional, ou seja, administram fundos que investem especificamente no país, porém, a maioria deles não tem uma restrição para investimentos em setores específicos. O que se observou nas conversas com os fundos entrevistados para este trabalho é que as razões para tal abordagem generalista são:

- Menor fluxo de boas oportunidades de investimento quando comparado com os mercados mais maduros, o que leva a despesas maiores para manutenção de uma equipe especializada por setores. Entretanto, é interessante notar que apesar da flexibilidade para investir em setores diversos da economia, os fundos entrevistados acabam informalmente se concentrando em alguns segmentos sobre os quais detém maior domínio e consideram mais atraentes, o que acaba por reforçar a tese de que a especialização é necessária. Outros fundos que mantêm a estrutura de análise generalista acabam utilizando recursos humanos especializados que são contratados de acordo com a necessidade.
  - Atuação dos fundos de capital de risco tradicionais precisa ser oportunista no que se refere a boas condições de entrada, e principalmente, a boas condições de saída do investimento por meio da venda a um investidor estratégico. Como as saídas potenciais para determinado negócio dependem do potencial interesse de grupos econômicos para aquisição da empresa investida, a flexibilidade na hora de investir facilita a atuação desses fundos.
-

6.3.3. Adequação do nível de exposição a investimentos em empresas nascentes (start-ups)

O mercado de capital de risco se divide entre as diversas fases do desenvolvimento da empresa de acordo com a Figura 6-4.

Figura 6-4 – Veículos de investimento de longo-prazo e estágios de desenvolvimento corporativo



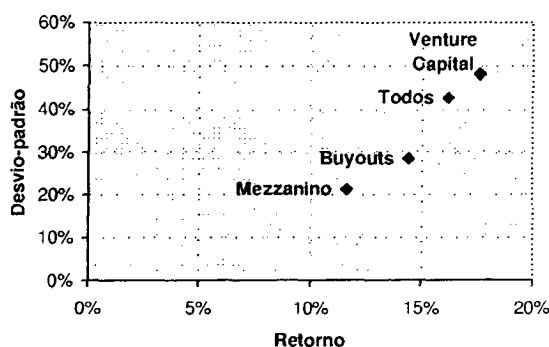
Fonte: STRATUS INVESTIMENTOS (2003)

Empresas nascentes e empresas muito jovens têm um maior custo de avaliação e sua gestão e monitoramento são intensivas em mão de obra do gestor de fundos. O custo de avaliação é impactado diretamente pela maior assimetria de informações e a seleção adversa mais acentuada em empresas nascentes, tornando o processo de seleção mais complexo.

Um segundo problema que impacta no custo de avaliação é a questão da escala do projeto. De acordo com um dos fundos entrevistados, “um projeto de US\$ 30 milhões demanda a mesma carga de análise e dedicação de nossos analistas que um projeto de US\$ 3 milhões”. Portanto, não é de se espantar que os custos adicionais de avaliação levam alguns fundos de capital de risco a aumentar o tamanho mínimo de seus investimentos, de modo a manter seus custos fixos em um nível adequado às receitas provenientes do *management fee*.

Adicionalmente, a relação risco-retorno de investimentos em empresas jovens pode, eventualmente, ser desvantajosa quando comparada com investimentos em *buyout*. Toma-se como exemplo o caso da Europa, onde investimentos em empresas mais maduras não só apresentaram menor risco num determinado período como também tiveram melhor performance. MURRAY (1996) avaliou dados publicados pela *British Venture Capital Association* em Outubro de 1995. A partir daí, observou que fundos de capital de risco europeus levantados no período 1980-1990 e focados em empresas nascentes e empresas jovens, tiveram uma taxa interna de retorno média de 4% até 1994, enquanto os fundos de *buyout* tiveram um retorno médio de 23,1% no mesmo período. Por outro lado, quando se toma o mercado norte-americano como exemplo, percebe-se que os investimentos do tipo *venture capital* trazem maiores retornos a longo-prazo do que as operações de *buyout*, acompanhados, naturalmente, de maior volatilidade conforme observado no Gráfico 6-1.

**Gráfico 6-1 – Risco vs. Retorno para os diversos tipos de fundos de capital de risco norte-americanos<sup>47</sup>**



Fonte: Thomson Venture Economics

<sup>47</sup> (a) *Benchmarks* de performance do mercado norte-americano de *Private Equity*, *Limited Partnerships* norte-americanas formadas entre 1969-2001, retornos líquidos para os investidores desde o primeiro investimento em 31/12/2002; (b) Retorno da *Venture Economics* é estimado através da Taxa Interna e Retorno de um portfolio teórico formado pela soma de todos os fluxos de caixa dos fundos considerados na amostra; (c) Amostra contém informações de mais de 1.500 fundos.

---

Portanto, nesse caso a questão está mais relacionada a qual dos mercados (europeu ou norte-americano) é aquele que mais se aproxima da realidade existente nos mercados em desenvolvimento, como o Brasil.

Independentemente da restrição ao investimento em *start-ups* com o objetivo de reduzir custos de agência no processo de seleção, o investimento em empresas mais maduras favorece o gestor de capital de risco neste sentido. MURRAY e MARRIOTT (s.d., p. 5) verificaram que, com poucas exceções (sendo os Estados Unidos a mais notável exceção<sup>48</sup>), a restrição para investimentos em empresas nascentes e empresas jovens está prevalecendo entre os capitalistas de risco. Esta constatação de certa forma contradiz a percepção comum de que os investimentos de capital de risco beneficiam a inovação tecnológica e, conseqüentemente, influenciam positivamente no desenvolvimento econômico dos países conforme discutido no capítulo 2 – “Motivação para a realização deste trabalho”. Em mercados mais maduros, como o norte-americano, talvez o apoio a empresas nascentes faça mais sentido porque o mercado de *buyout* já não proporciona ganhos financeiros como anteriormente. Em contrapartida, nos países em desenvolvimento, eventuais privatizações de grandes empresas estatais e consolidações de setores da economia ainda podem gerar ganhos aos gestores de capital de risco que consigam explorar ineficiências de mercado.

A questão da gestão e do monitoramento de empresas jovens também é muito relevante para o gestor de *private equity* ao se avaliar o custo de monitoramento do investimento. Os fundos entrevistados que têm flexibilidade para atuar em *start-ups* no Brasil são unânimes em dizer que o custo de monitoramento e gestão é mais alto em empresas nascentes do que investimentos em *buyout*. Isto porque muitas vezes tais empresas estão recém saindo do ambiente acadêmico ou são muito pequenas ainda para comportar um time de executivos de primeira linha e, portanto, demandam auxílio em diversas frentes, tais como assessoria jurídica para a negociação do investimento e do Acordo de Acionistas e apoio à gestão de áreas de suporte como marketing, vendas e gestão de pessoal. Em alguns casos, o próprio gerente do fundo responsável pelo monitoramento passa a maior parte do seu tempo

---

<sup>48</sup> Vide TYKOVÁ (2000, p. 6)

---

---

fisicamente na empresa investida e muitas vezes acompanhado de outros analistas, cujo custo dos salários é do fundo.

Da mesma forma que na aplicação da especialização e foco da equipe do gestor de capital de risco, a restrição a investimentos nascentes é estabelecida no próprio contrato de associação entre o investidor e o gestor do fundo de capital de risco. Isto também é uma garantia para o investidor de que a diversificação entre empresas em diferentes estágios de desenvolvimento não ocorrerá sem seu consentimento.

#### **6.3.4. *Due diligence***

O processo de *due diligence*<sup>49</sup> já está normalmente incorporado ao processo de avaliação dos gestores de capital de risco. Ele permite que o gestor confirme as informações passadas pelo empreendedor e, eventualmente, descubra informações que foram omitidas no processo de avaliação da empresa, reduzindo, dessa forma, as incertezas decorrentes da seleção adversa.

Nas entrevistas realizadas, percebeu-se duas etapas no processo de *due diligence*: a *due diligence* de mercado e a *due diligence* legal/contábil.

A *due diligence* de mercado consiste na checagem de referências dos empresários e da empresa no mercado, ocorre em paralelo à avaliação do Plano de Negócios da empresa avaliada e é normalmente conduzida pela própria equipe de avaliação do fundo. Observações empíricas mostram que não é raro o gestor de um fundo de capital de risco realizar mais de uma centena de checagens antes de decidir se investe ou não em determinada empresa (GOMPERS e LERNER, 1999, p. 5). Nos casos em que o setor de atuação da empresa exige conhecimentos técnicos diferentes daqueles presentes na equipe, os fundos contratam especialistas para realização de estudos específicos.

---

<sup>49</sup> Processo de investigação realizado pelos investidores para avaliar os detalhes de um potencial investimento, tal como exame das operações e gerência, além da verificação de fatos e contingências legais que possam impactar no valor da empresa. Adaptado de [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com)

---

Para a *due diligence* legal/contábil, na maioria das vezes os gestores de fundos recorrem à ajuda de especialistas externos na avaliação de contingências.

No Brasil, para o processo de diligência legal é necessário que o investidor, o auditor e o advogado contratados levem em consideração na sua avaliação a grande probabilidade de encontrar contingências fiscais, trabalhistas, previdenciárias e ambientais. Isto é especialmente verdade no caso de pequenas e médias empresas, nas quais as práticas de evasão fiscal e existência de passivos trabalhistas relacionados aos recolhimentos de encargos sobre a folha de pagamento são uma realidade. Na Tabela 6-1 há alguns exemplos de contingências que infelizmente são práticas normais de mercado decorrentes de um sistema tributário ineficiente, de altos impostos e de uma legislação trabalhista ultrapassada<sup>50</sup>.

**Tabela 6-1 – Alguns exemplos de potenciais contingências legais em PMEs<sup>51</sup> brasileiras**

Contingências Legais	Descrição
Sub-faturamento das vendas	Para recolher menos impostos sobre vendas (ICMS, Pis/Cofins), a empresa vende uma parte de seus produtos sem a emissão de nota fiscal.
“Caixa Dois”	Proveniente de receitas não declaradas, explicado no sub-faturamento de vendas, e que tem como finalidade cobrir despesas não declaráveis.
Dívida com o INSS (Previdência Social)	Pode ter duas origens: (i) não recolhimento da contribuição da empresa, e/ou (ii) recolhimento na folha da contribuição do empregado, porém não repassado ao INSS.
Dívida com o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço)	Do mesmo modo que o INSS, pode ter duas origens: (i) não recolhimento da contribuição da empresa, e/ou (ii) recolhimento na folha da contribuição do empregado, porém não repassado ao FGTS.
Passivos trabalhistas	Processos trabalhistas que funcionários ou ex-funcionários movem contra seus empregadores baseados nas regras da CLT.

<sup>50</sup> A legislação trabalhista em vigor é conhecida como Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) e foi publicada no primeiro governo de Getulio Vargas através do decreto-lei 5.452 de 1º de maio de 1943. A CLT reúne os direitos trabalhistas previstos em decretos legislativos do Governo Provisório da Revolução de 1930, da Constituição de 1934 e dos decretos-lei do Estado Novo (1937 a 1945). Fonte: [www.sintese-se.com.br/legislacao/historia\\_clt.htm](http://www.sintese-se.com.br/legislacao/historia_clt.htm)

<sup>51</sup> Pequenas e Médias Empresas



---

Nas entrevistas realizadas com gestores de fundos, constatou-se que tais contingências acabam sendo encontradas em boa parte das empresas avaliadas, mesmo quando se trata de empresas jovens, às vezes com menos de 2 anos de existência, e portanto, o que acaba definindo a viabilidade do investimento ou não é a condição da empresa reverter esse quadro e sobreviver numa situação de regularidade.

Uma das razões levantadas por um dos entrevistados para o atraso no recolhimento de tributos é que isto se torna uma forma das empresas se financiarem de um modo mais barato, além de sempre contarem com potencial anistia que o governo venha a dar no futuro. Exemplo disso é o Programa de Recuperação Fiscal, chamado de REFIS II, que o Governo Federal lançou em junho de 2003 para renegociação de dívidas tributárias de empresas e pessoas físicas. O REFIS II permite o parcelamento de débitos<sup>52</sup> com a Receita Federal e a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) em até 180 meses. Até meados de agosto de 2003 mais de 285 mil empresas<sup>53</sup> já haviam aderido ao programa.

#### **6.4. Ações para reduzir problemas de agência na fase de monitoramento**

A maioria dos problemas de agência no relacionamento gestor de capital de risco-empREENDEDOR acontece na fase de monitoramento da empresa, após a entrada efetiva do novo sócio capitalista.

No gerenciamento e monitoramento dos custos de agência associados com projetos de alto-risco e alto-retorno, GOMPERS (1995, p. 1461-1463) constata que, normalmente, os capitalistas de risco utilizam diversos instrumentos de controle, sendo três tipos de mecanismos comuns a praticamente todos os capitalistas de risco norte-americanos: (i) uso

---

<sup>52</sup> Desde que estes débitos tenham sido contraídos até 28 de fevereiro de 2003.

<sup>53</sup> Brito, Paloma. (2003, agosto 18). Refis II: adesões recebidas pela Receita Federal já chegam perto de 377 mil. INFO MONEY. Acesso em 1 set. 2003, na página de internet:  
[http://www2.uol.com.br/infopessoal/noticias/IMPOSTOS\\_TOP\\_156811.shtml](http://www2.uol.com.br/infopessoal/noticias/IMPOSTOS_TOP_156811.shtml)

---

---

de dívida conversível; (ii) co-investimento com outros investidores de risco e (iii) fracionamento do aporte de capital condicionado ao atingimento de metas intermediárias.

Além destes mecanismos, pode-se perceber, no Brasil, alguns modelos alternativos de monitoramento das empresas investidas pelos fundos de capital de risco que atuam muito próximos de suas empresas investidas, de modo a estarem atentos a possibilidades de venda (saída) do investimento, consolidação dos setores em que atuam e também para evitar que os executivos tomem decisões que não contribuam para a empresa.

Além do comportamento oportunista no relacionamento empreendedor-investidor, podem ocorrer outros problemas relacionados ao comportamento involuntário do empreendedor (agente). No caso do capital de risco, o empreendedor pode ter dificuldades para crescer e conduzir sua empresa para um novo patamar devido à inadequação de seu perfil. Bons empreendedores possuem características marcantes, tais como tolerância à incerteza e ao risco e capacidade de simplificar e focar as ações em prol do estabelecimento da empresa. Muitas vezes estes empreendedores se valem da informalidade para tornar a empresa mais eficiente e ágil. Entretanto, nem todos conseguem se adaptar à organização e estruturação necessárias para fazer suas empresas crescerem o quanto desejaria um gestor de capital de risco. As atividades informais que davam mais agilidade à empresa no seu *start-up*, a partir de determinado momento começam a ser um empecilho ao crescimento por prejudicarem a comunicação entre as pessoas e entre as áreas, e eventualmente, manterem o processo decisório da empresa demasiadamente centralizado.

Este é um problema típico nas empresas que recebem aporte de capital de risco, com o agravante de que a velocidade de crescimento se torna ainda maior com a injeção de capital de terceiros na empresa. HAMM (2002) observou mais de cem empreendedores para verificar se quando estes tornavam-se executivos, conseguiam adaptar-se à nova realidade de suas empresas e aprendiam a ganhar escala. Suas observações o levaram a perceber que as habilidades que garantem o sucesso de um empreendedor podem minar sua capacidade de liderar organizações maiores. Hamm identificou quatro tendências que, segundo ele, impedem um executivo empreendedor de ganhar escala: (i) lealdade excessiva aos companheiros, que acaba levando o executivo a não aceitar os pontos fracos de seus colegas de início na empresa; (ii) concentração em tarefas, que impedem o executivo de

---

---

planejar estrategicamente suas ações; (iii) idéia fixa do fundador da empresa, que sob certos aspectos são importantes no início de uma nova empresa para fazer vingar uma nova tecnologia ou conceito, mas que com o passar do tempo tende a isolar o líder da empresa e (iv) trabalho solitário, que leva o executivo a acreditar que ninguém conseguirá desenvolver certas tarefas melhor do que ele mesmo, levando-o ao isolamento e à concentração de trabalho em atividades que poderiam ser feitas por outro funcionário.

O fato do perfil de determinado empreendedor ser adequado no início da empresa e ser inadequado na fase de grande crescimento traz consigo um problema cuja solução nem sempre é trivial. Isto por implicar no rearranjo do poder dentro da companhia e, conseqüentemente, depender da maneira como o empreendedor aceitará compartilhar ou até se submeter à direção de um executivo externo.

Na seqüência, são avaliadas as ações mais comuns dos fundos de capital de risco que atuam no Brasil para minimizarem os problemas de agência durante a estruturação do investimento e na fase de monitoramento. São elas: (i) co-investimento com outros gestores de capital de risco; (ii) escalonamento dos aportes de capital; (iii) utilização de dívida conversível; (iv) transformação da empresa em Sociedade Anônima; (v) exigência do controle acionário da empresa; (vi) imposição de cláusulas de governança corporativa e solução de impasses, (vii) remuneração do empreendedor vinculada à performance da empresa; (viii) indicação do gerente financeiro da empresa investida e (ix) monitoramento intensivo.

#### **6.4.1. Co-investimento com outros gestores de capital de risco<sup>54</sup>**

Por meio do co-investimento, o gestor do fundo busca compartilhar o risco e os custos de monitoramento e coordenação da empresa investida com outros investidores de risco.

---

<sup>54</sup> Em inglês o termo utilizado para denominar co-investimento é *syndication*, que de acordo com [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) significa “uma associação de pessoas ou empresas formada para investir em uma companhia”.

---

---

Normalmente nestes casos, um destes investidores assume a liderança no investimento e conta com o apoio dos demais neste papel.

O benefício do co-investimento pode ser observado ainda na fase de estruturação do investimento. Após a triagem inicial e confirmação de interesse, o gestor do fundo busca outros gestores para compartilhar o tamanho total do investimento. Ao mesmo tempo em que abre mão de parte do controle acionário da empresa para um outro acionista, e conseqüentemente, reduz o seu potencial de ganho caso a empresa investida seja bem sucedida, o gestor do fundo tem o benefício de poder compartilhar outras opiniões a respeito do mesmo projeto. Esta ação diminui, significativamente, os riscos de seleção adversa e assimetria de informações existentes no processo de análise da empresa a ser investida. O benefício será tanto maior quanto mais complementares forem as habilidades, conhecimento e experiências dos co-investidores.

O co-investimento também tem um papel importante para investidores que não buscam o controle de suas empresas investidas, mas que se beneficiam do investimento realizado de outra forma que não somente por meio do retorno financeiro. É o caso dos investidores corporativos, cujo objetivo é investir em negócios que gerem oportunidades potenciais para suas matrizes. Nesse caso, o co-investimento possibilita que tal tipo de investidor fomente o seu mercado-alvo por meio de investimento em empresas de capital fechado, sem que o obrigue a tomar o controle da companhia. Um dos fundos entrevistado, ligados a uma corporação, tem como política investir preferencialmente em empresas que tenham outros investidores de capital de risco aportando em conjunto, e aporta, além do capital, conhecimento profundo na área de Tecnologia da Informação para suas empresas investidas.

Um motivo bastante comentado pelos fundos entrevistados que influi diretamente na decisão de co-investir, é o fato do co-investimento também dar maior segurança ao analista de investimentos que coordena uma operação ao permitir o compartilhamento da responsabilidade caso o investimento não seja bem sucedido. Entretanto, há questões práticas que dificultam a existência mais abrangente de co-investimento no Brasil, tais como:

---

- 
- Dificuldade para estabelecimento da liderança do consórcio de co-investidores, principalmente quando boa parte dos fundos atuantes no país são aqueles que buscam o controle das empresas investidas
  - Descasamento de prazos para a saída do investimento. Os fundos independentes têm prazo médio de vida em torno de 10 anos enquanto que investidores corporativos não têm prazo pré-estabelecido para a saída
  - Tamanho dos projetos em empresas nascentes não exige muitos recursos e normalmente não permite uma divisão razoável entre diversos investidores.

#### **6.4.2. Escalonamento dos aportes de capital**

O fracionamento dos aportes de capital é o mais comum e o mais eficaz mecanismo para reduzir os problemas de agência (GOMPERS e LERNER, 1999). Ele permite ao investidor coletar mais informações e monitorar mais de perto o progresso da empresa investida, mantendo a opção de abandonar o projeto antes de realizar o aporte total dos recursos demandados por esta última. Quanto mais curta a duração entre cada rodada de financiamento, mais freqüentemente o capitalista de risco monitora o progresso do empreendedor e maior a necessidade de se obter informações a respeito da empresa. A injeção escalonada de recursos na empresa mantém o empreendedor/executivo sob constante pressão e reduz perdas potenciais decorrentes de más decisões.

GOMPERS (1995) fez uma análise detalhada do escalonamento dos aportes de capital, constatando que, na prática, este mecanismo é realmente utilizado por investidores de risco para reduzir os custos de agência e monitoramento. O autor também comprovou que a duração do escalonamento dos investimentos se mostra maior para aqueles investimentos em empresas com maior proporção de ativos intangíveis, o que também confirma o aumento dos custos de agência e monitoramento conforme aumento da intangibilidade e da especificidade dos ativos da empresa.

---

---

Entretanto, é necessário ponderar adequadamente a utilização desse instrumento. CORNELLI e YOSHA (1998)<sup>55</sup> analisaram o problema de *window dressing*<sup>56</sup> que pode surgir quando o investimento escalonado é usado. No modelo utilizado por eles, o empreendedor não tem recursos aportados, portanto, todo o capital é proveniente do capitalista de risco. A consequência disso é o empreendedor sempre querer prosseguir com o projeto e, toda vez que o investidor avalia se continua financiando ou liquida o projeto, o empreendedor tem incentivos para manipular os indicadores de performance de curto-prazo para reduzir a probabilidade de liquidação de seu projeto. Esta orientação baseada em metas de curto-prazo pode influenciar negativamente as perspectivas de longo-prazo do projeto.

Nas entrevistas realizadas com os fundos, nota-se a pré-disposição dos gestores para o escalonamento dos aportes de capital, geralmente atreladas a métricas financeiras tais como faturamento, EBITDA, lucro líquido e geração de caixa, e eventualmente atreladas a métricas relacionadas aos direcionadores (*drivers*) de valor da empresa ou do setor, como por exemplo número de clientes e participação de mercado. Entretanto, uma ressalva foi feita em relação ao número ideal de aportes (*tranches*): se for muito alto, acaba tornando o processo muito caro. Na amostra de entrevistados, o número de aportes considerado ideal ficou em torno de 2 a 4 para cada investimento aprovado.

#### **6.4.3. Utilização de dívida conversível**

O uso de dívida conversível em ações, normalmente subordinadas aos passivos com terceiros, visa pressionar o empreendedor a buscar os interesses do investidor na gestão da empresa. Isto por estar sob risco de perder participação acionária no empreendimento, caso

---

<sup>55</sup> Em TYKOVÁ (2000, p15)

<sup>56</sup> Optou-se por manter o termo em inglês por falta de tradução satisfatória, porém, *window dressing* pode ser entendido como oportunismo momentâneo do empreendedor ao incrementar somente os indicadores que serão avaliados pelo investidor numa nova rodada de investimento.

---

---

o gestor de capital de risco perceba comportamento oportunista ou aconteça algum desacordo entre as partes.

A eficácia de tal instrumento no controle das ações do empreendedor dependerá das condições de exercício da conversão. No Brasil, este instrumento está razoavelmente difundido e a emissão de debêntures conversíveis em ações é uma prática de capitalização utilizada por investidores como o BNDES.

Um dos fundos entrevistados, cuja política é não ser majoritário nas empresas investidas, utiliza a dívida conversível como alternativa para compor com a compra de ações uma operação que não tire o controle acionário do empreendedor e acabe por desestimular este último na condução do negócio.

LERNER e SCHOAR (s.d.) avaliaram 167 transações de capital de risco em países em desenvolvimento. Nesta avaliação, comprovaram que títulos preferenciais conversíveis em ações, amplamente utilizados nos Estados Unidos, não são uma realidade nos países emergentes. Em nações onde não há regulamentação e a execução de contratos não é uma realidade, eles notaram que os fundos de capital de risco enfatizam a proteção proveniente das ações, muitas vezes assumindo o controle da empresa investida caso ela não desempenhe conforme esperado.

#### **6.4.4. Transformação da empresa investida em Sociedade Anônima**

Os fundos estabelecidos de acordo com legislação brasileira, são obrigados a investir apenas em empresas sob o regime de uma Sociedade Anônima<sup>57</sup>. A mesma regra é

---

<sup>57</sup> No artigo primeiro da Instrução CVM Nº. 209/94 está estabelecido que o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes "é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes". No parágrafo primeiro está citado "entende-se como empresa emergente as companhias". Sociedades limitadas ou simples não são companhias, e nos termos do artigo 2º da lei 6385, só ações (de sociedades anônimas) são consideradas valores mobiliários, ficando excluídas as sociedades que tenham quotas. O mesmo se aplica aos Fundos de Investimento em Participações

---

---

estabelecida tanto na Instrução CVM Nº 209/94 e respectivas alterações, que regulamentam os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes, como nos fundos que vierem a se estabelecer no formato de Fundo de Investimentos em Participações de acordo com Instrução CVM Nº 391/03 e publicada em julho de 2003.

Os fundos de capital de risco estrangeiros (*off-shore*), apesar de terem maior flexibilidade com relação ao formato da empresa, normalmente evitam investimentos em empresas limitadas (LTDA's) e optam por investir em Sociedades Anônimas (SAs) por diversos motivos, entre eles: (i) Sociedades Anônimas têm regras de governança executáveis legalmente; (ii) a Lei das S.A. estabelece cláusulas claras de proteção dos direitos de minoritários; (iii) restrição às sociedades por ações de capital aberto para emitir títulos de dívida, como debêntures conversíveis<sup>58</sup>, o que limita as alternativas para estruturação financeira da empresa investida.

#### **6.4.5. Assunção<sup>59</sup> do controle acionário**

A questão do controle acionário é delicada, pois de um lado pode reduzir drasticamente a motivação do empreendedor em continuar gerindo a empresa, às vezes dando-lhe a impressão de que ele se tornou apenas mais um funcionário do gestor de capital de risco, e por outro lado o investidor pode ter receio de não ter autonomia suficiente para tomar decisões que aumentariam o valor da empresa e, conseqüentemente, o retorno do seu investimento. Impasses são normalmente observados no momento da saída do investimento, quando os interesses entre os sócios podem divergir bastante.

---

regulado pela Instrução CVM Nº. 391/03. Contribuição da advogada Adriana Josué do escritório Sicherle e Associados ([www.sealaw.com.br](http://www.sealaw.com.br)).

<sup>58</sup> Fonte: INVESTSHOP.COM. *O que são debêntures?* Acesso 1 set. 2003, na WWW: [www.investshop.com.br/ajd/faq/lista\\_faq.asp?nu\\_assunto=11](http://www.investshop.com.br/ajd/faq/lista_faq.asp?nu_assunto=11)

<sup>59</sup> De acordo com o dicionário Aurélio, assunção quer dizer "ato ou efeito de assumir".

---



---

Alguns fundos de capital de risco têm como política não serem sócios majoritários nos empreendimentos em que investem. Organismos multilaterais, tais como *International Finance Corporation* e *Banco Interamericano de Desenvolvimento*, demandam que aqueles fundos que recebem seus investimentos não sejam acionistas majoritários nas empresas em que investem. Esta é uma prática de mercado que provavelmente foi adotada em função do papel de fomento das multilaterais no nascimento do mercado de capital de risco em países emergentes e também pelo foco no empreendedorismo como veículo de desenvolvimento econômico de um país. Interessante notar que um dos fundos entrevistados, que tem recursos do Banco Interamericano de Desenvolvimento, confirmou tal tipo de exigência, porém, em contrapartida, informou que seus investidores multilaterais são os mais flexíveis no momento de negociar as condições de investimento.

Por outro lado, os problemas enfrentados pelos investimentos de risco pioneiros trouxeram aprendizados aos gestores de fundos de capital de risco. A divergência entre o investidor e o empreendedor, a falta de transparência no processo decisório da empresa, a ausência de controles financeiros e a dificuldade para se estabelecer um acordo com relação à forma de saída do investimento levaram cada vez mais os gestores dos fundos a adotar o controle acionário como condição para o investimento.

Por fim, o controle acionário também permite que o fundo tenha poder para gerir a empresa de forma mais rápida, trocando profissionais da alta-gerência quando necessário, reforçando as cláusulas de governança e evitando impasses na definição do melhor momento para sair do investimento.

#### **6.4.6. Introdução de melhores práticas de governança e solução de impasses no Acordo de Acionistas**

Quando o gestor de capital de risco se torna parte minoritária numa empresa, ele normalmente impõe cláusulas de governança que garantam a solução de impasses e lhe dêem poder para vetar iniciativas que alterem a estrutura societária da empresa.

KAPLAN e STRÖMBERG (2000) analisaram 200 investimentos de capital de risco em cento e dezoito empresas investidas de quatorze fundos de *venture capital*, constatando

---

---

que os direitos de voto, direitos no Conselho da empresa investida e direitos de liquidação da empresa, variam de intensidade conforme a performance da empresa. Isto quer dizer que, para baixos níveis de performance, o fundo tem o direito de liquidar a empresa e normalmente tem controle dos votos e controle do Conselho. Na medida em que a performance aumenta, o empreendedor ganha mais direitos sobre o fluxo de caixa e mais direitos no Conselho da Empresa até o limite de abrir mão totalmente dos direitos especiais de controle quando de uma abertura bem sucedida no capital da empresa.

O investidor de risco normalmente buscará uma série de direitos de preferência, de modo a facilitar a sua saída da empresa no momento que achar mais oportuno. Os principais direitos negociados, segundo MAYER, BROWN & PLATT (2000), estão descritos a seguir:

- **Poder de veto<sup>60</sup>**

Dá o direito de veto ao acionista minoritário na aprovação de questões relacionadas principalmente à alteração da estrutura societária e alteração da estrutura de capital.

- **Direito de Preferência em Aumentos de Capital (*preemptive rights*)**

Outorga aos acionistas o direito de comprar novas ações proporcionalmente à sua participação na empresa. Este é um direito concedido a todos os acionistas da empresa, para evitar que eles sejam diluídos quando da emissão de novas ações para venda a outros acionistas ou terceiros.

- **Direito de Preferência na Compra de Ações (*right of first refusal*)**

Permite aos acionistas comprarem proporcionalmente à sua participação na empresa, no mesmo preço e condições oferecidos para terceiro as ações oferecidas por qualquer um dos sócios a um terceiro. O sócio vendedor somente poderá vender o que sobrar

---

<sup>60</sup> Para uma idéia dos poderes de veto normalmente exigidos vide Anexo “Exigências tradicionais dos minoritários no Acordo de Acionistas”.

---

---

- **Cláusula Chinesa (*Shot gun*)**

Uma das partes levanta uma questão ou ponto de discórdia e se oferece para comprar a participação do outro sócio. Caso o outro sócio não concorde em vender sua parte, ele necessariamente precisa comprar a participação da parte reclamante.

#### **6.4.7. Remuneração do empreendedor e demais gestores vinculado ao desempenho da empresa**

Ao atrelar a remuneração do empreendedor à performance da empresa, reduz-se o risco de problemas de conflito de interesse, como por exemplo, quando o empreendedor insistir em projetos que não trarão o maior retorno aos acionistas, mas que darão a ele (empreendedor).

Os mecanismos mais utilizados para evitar conflitos são a distribuição de ações e as opções de compra de ações da empresa (GOMPERS e LERNER, 1999), quando gerentes e funcionários-chave da empresa recebem uma parte substancial de sua remuneração numa dessas duas formas, o que força um alinhamento entre os interesses destes profissionais e o fundo de capital de risco.

Os capitalistas de risco também empregam controles adicionais na remuneração para reduzir o potencial de comportamento oportunista do empreendedor. Por exemplo, os investidores normalmente aprovam o usufruto dos direitos da opção de compra de ações (*vesting*) ao longo de alguns anos. Isso limita a saída dos empreendedores, que não podem deixar a empresa e levar suas ações consigo. Outro exemplo de mecanismo de controle são as cláusulas de diluição da participação do empreendedor na empresa no caso dele falhar no cumprimento das metas acordadas, e a sua versão de incentivo positivo, quando o investidor vai devolvendo a participação ao empreendedor conforme as metas estabelecidas são atingidas.

Os incentivos ao alinhamento de interesses por meio da remuneração do empreendedor, podendo ser entendidos a toda alta-gerência da empresa, fazem parte dos mecanismos mais poderosos à disposição dos gestores de fundos para reduzir o comportamento oportunista do time de executivos da empresa investida, e são amplamente utilizados na prática.

---

---

Nas entrevistas realizadas, observou-se a aplicação de um modelo cuja preocupação é remunerar o empreendedor e o time de executivos com um salário fixo adequado, para não ser fonte de preocupação para o profissional, e atrelar a maior parte da remuneração anual (em alguns casos chegando a 70% da remuneração anual) deste profissional a metas de performance pessoal e da empresa. Os instrumentos para a remuneração variável se dividem entre política de bônus anual, participação acionária na empresa e/ou opções de ações.

#### **6.4.8. Indicação do administrador financeiro da empresa investida**

Independentemente da avaliação da qualidade do time de executivos ter sido avaliada pelo gestor do fundo no processo de inicial de seleção de investimentos, a maioria dos fundos de capital de risco negocia a indicação do gerente financeiro da empresa investida. Em raros casos, o gestor do fundo pode optar por manter o gerente financeiro existente, caso entenda que os riscos a assumir sejam administráveis.

O motivo para tal exigência é a natural preocupação do investidor com a utilização adequada dos recursos a serem aportados na empresa, de acordo com o que foi proposto no plano de negócios apresentado.

Uma segunda razão para isso é que o cargo de gerente financeiro tem que ser ocupado por uma pessoa de confiança do fundo de capital de risco, de modo a evitar a manipulação das informações que forem repassadas aos investidores, conhecido como *window dressing*<sup>61</sup>.

E por último, o processo de profissionalização que é exigido do corpo gerencial da empresa receptora do investimento nem sempre acontece na velocidade desejada para o gestor do fundo de capital de risco. Portanto, nesse caso, a contratação de um gerente financeiro de mercado pelo gestor do fundo de capital de risco é uma solução imediata.

Interessante notar que alguns gestores de fundo colocam um gerente financeiro na empresa a ser investida ainda na fase de avaliação do investimento, em paralelo ao processo de *due diligence*. Dessa forma, o futuro gerente financeiro adquire familiaridade às questões mais

---

<sup>61</sup> Comentado anteriormente no item “Utilização de dívida conversível”

---

---

relevantes da empresa, o que eliminará parte significativa do tempo de adaptação a ser exigido dele no futuro, ao mesmo tempo em que permite que ele faça um relatório de avaliação complementar àqueles feitos pela auditoria externa e advogados.

Nas entrevistas realizadas, observou-se que os fundos de controle, i.e., aqueles que exigem controle acionário da empresa investida, são aqueles com maior exigência para escolha do principal executivo financeiro.

#### **6.4.9. Monitoramento intensivo do investimento pelo fundo de capital de risco**

Após a realização do investimento e contratação do gerente financeiro da empresa, a equipe de gestão do fundo de capital de risco inicia um processo de monitoramento bastante rígido da performance da empresa.

Além dos demonstrativos financeiros contábeis auditados, normalmente o gestor do fundo demanda uma série de relatórios gerenciais complementares, principalmente relacionados ao controle do fluxo de caixa da empresa e demonstrativo de resultados gerencial. O fluxo de caixa é uma das principais ferramentas para o gestor do fundo, uma vez que identifica quase que imediatamente se a operação da empresa está consumindo ou gerando recursos suficientes para financiar os serviços da dívida, o crescimento de vendas, a aquisição de ativo fixo não previsto no planejamento, ou até mesmo para remunerar os acionistas por meio do pagamento de dividendos.

Uma idéia de quão intensivo é este monitoramento pode ser encontrada em GORMAN e SAHLMAN<sup>62</sup> (1989). Os autores constataam que o gestor do fundo de capital visita o empreendedor em média uma vez ao mês e gasta quatro a cinco horas na empresa a cada visita. No caso onde existam co-investidores, os gestores dos fundos parceiros visitam a empresa uma vez a cada 3 meses, permanecendo no local de duas a três horas em média. Entretanto, os autores notaram que a maioria dos gestores de fundo não se envolve no dia-a-dia da empresa e que a revisão do progresso, *due diligence* e a decisão de financiar novas rodadas de investimento somente são realizadas novamente no momento do refinanciamento.

---

<sup>62</sup> GORMAN, M.; SAHLMAN, W. *What do venture capitalists do?*. Journal of Business Venturing, 4, 231-248, 1989, In: GOMPERS (1995).

---

Nas entrevistas realizadas, observou-se uma clara adequação dos fundos à realidade das empresas brasileiras. O monitoramento é muito intenso, passando pela alocação física de um ou mais funcionários do fundo na empresa e na participação ativa dos gerentes do fundo nas decisões mais importantes do dia a dia da empresa, indo muito além do que é exigido no Acordo de Acionistas. Portanto, a frequência de interação fundo-empREENDEDOR, principalmente nos fundos de controle, ocorre, na maioria das vezes, diariamente. Isto foi citado como imprescindível para o sucesso da empresa, que demanda muito apoio nas questões relacionadas a acesso a mercados e levantamento de opções para a saída estratégica do fundo.

6.5. Ações para reduzir problemas de agência na saída (exit)

O encerramento do ciclo de um investimento de capital de risco acontece apenas na saída do fundo de investimento, quando é possível fazer a real avaliação do resultado financeiro obtido com a operação. Esta é a hora da verdade para o gestor do fundo de investimento e ele se defronta com apenas cinco possibilidades que foram descritas por KINA (2002) e RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003: 2-3) conforme detalhado na Tabela 6-2.

Tabela 6-2 – Tipos de saída do investimento de risco

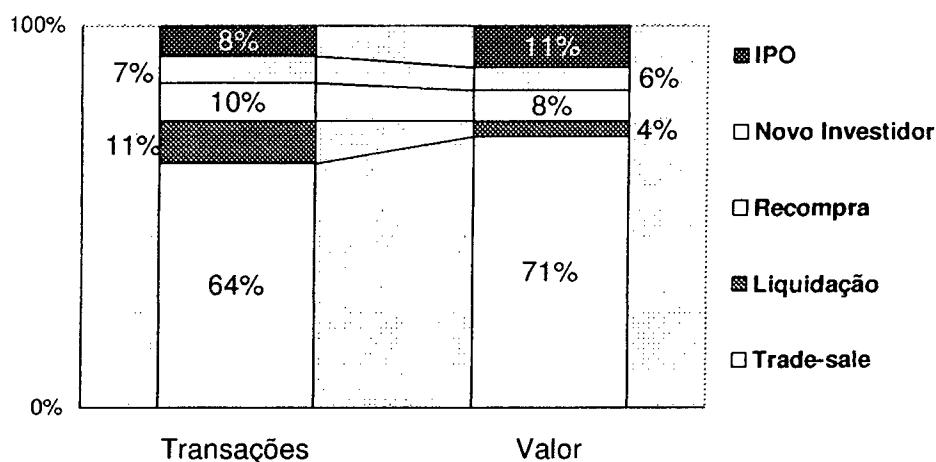
Tipo de Saída	Termo em inglês	Descrição
Venda Estratégica	Trade-sale	A totalidade das ações é vendida a um comprador que tem interesses estratégicos na aquisição da empresa
Emissão primária de ações em bolsa	IPO – Initial Public Offering	Abertura de capital da empresa no mercado de capitais
Venda para outro investidor	Secondary sale	A participação da empresa detida pelo fundo de capital de risco é vendida a um terceiro investidor
Recompra pelo empreendedor	Buyback	O empreendedor, a empresa ou os gestores da empresa <sup>63</sup> compram a participação detida pelo capitalista de risco
Liquidação	Write-off	A liquidação da empresa investida é a última alternativa para o investidor de risco e qualifica o insucesso do empreendimento

Fonte: KINA (2002) e RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003)

<sup>63</sup> Em inglês: Management Buyout

No Brasil, assim como na maior parte dos mercados em desenvolvimento, existe dificuldade para se realizar a saída do investimento via abertura de capital em bolsa (KINA, 2002). O tipo de saída mais praticado, constatado na pesquisa de RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003), é a venda estratégica conforme pode ser verificado na Figura 6-5.

**Figura 6-5 – Participação percentual de cada mecanismo nas saídas realizadas<sup>64</sup>**



Fonte: Ribeiro e De Almeida (2003)

Os possíveis problemas de agência na saída do investimento estão relacionados à barganha de algum dos acionistas da empresa quanto à aprovação da venda e ao oportunismo do acionista majoritário ao vender o controle da empresa. Esses problemas já estão bem solucionados nos contratos de investimentos por meio da inclusão de cláusulas contratuais bastante populares, como o *tag-along* e o *drag-along*, já parte integrante do vocabulário dos gestores de fundos brasileiros, e descritos nas sub-seções seguintes.

<sup>64</sup> Comentários: Observação de tempo considerado foi de até 5 anos. Resultados não podem ser generalizados pela ocorrência de: (i) vies de seleção - percentual de respondentes foi de 40%; (ii) vies de sobrevivência - ausência de participação de fundos que encerraram atividades e (iii) vies de reputação - liquidação de empresas foi subestimado

---

### **6.5.1. Direito de Adesão (*tag-along rights*)**

Nos casos em que os acionistas tenham negociado com êxito a venda de suas ações para um terceiro, os direitos de adesão exigem, como condição da venda, que os acionistas remanescentes também possam vender suas ações para o mesmo comprador nas mesmas condições feitas ao primeiro grupo. Este é um direito que beneficia os acionistas minoritários, uma vez que impede os acionistas majoritários de vender o controle da empresa e receber individualmente um valor adicional (prêmio<sup>65</sup>) nesta transação.

### **6.5.2. Direito de “Arraste” (*drag-along rights*)**

Permite aos acionistas majoritários da empresa negociar a venda desta a um terceiro, e obrigar os minoritários a vender suas ações nas mesmas condições negociadas. Este é um direito particularmente apreciado pelos investidores de risco na América Latina, uma vez que dá flexibilidade ao gestor do fundo para realizar a saída<sup>66</sup> do investimento por meio da venda da totalidade das ações da empresa a um comprador estratégico.

### **6.5.3. Opção de venda (*Put option*)**

É uma opção do gestor de capital de risco para revender sua participação na sociedade ao empreendedor. Assim como os derivativos do mercado de mercadorias e futuros, esta cláusula especifica o preço de exercício, os prazos para exercício, as condições de pagamento e outras características da opção. Esta cláusula é usada como uma defesa para o fundo de capital de risco recuperar parte do seu investimento, caso a empresa não desempenhe conforme esperado ou uma saída por meio da venda estratégica não seja possível ao fim da existência do fundo.

---

<sup>65</sup> Valor acima do valor de mercado pago pelo comprador para ter apenas a quantidade de ações necessária para controlar a empresa.

<sup>66</sup> A saída tem se mostrado muitas vezes como uma barreira intransponível para os gestores dos fundos de capital de risco na América Latina (JP MORGAN PARTNERS, 2002).

---



---

## 7. O caso da empresa “ACME”<sup>67</sup>

### 7.1. Introdução ao caso

No início de 1999, o presidente da empresa ACME levou seu plano de negócios para a equipe de FUNDO, visando levantar capital para a sua empresa, que passava por sérias restrições financeiras.

A empresa ACME estava localizada na região Norte do Brasil e cultivava, extraía e processava um produto alimentício muito apreciado no Brasil e no exterior. O mercado deste produto havia sido fortemente abalado por uma contaminação bacteriológica em 1999, cuja consequência foi a severa intoxicação alimentar daqueles que consumiram o produto. Isto gerou uma crise de confiança entre os consumidores, reduzindo drasticamente a demanda pelo produto da empresa, apesar dela não ter sido atingida pela contaminação e possuir práticas de higiene industrial certificadas internacionalmente. Portanto, não foi novidade quando os resultados da empresa naquele ano acusaram a severa redução de 35% nas vendas em relação às vendas do ano anterior.

O FUNDO possuía um escritório em São Paulo, havia sido capitalizado recentemente com recursos estrangeiros e tinha um mandato que definia claramente o tipo de investimento que poderia realizar. Seu foco regional de atuação englobava investimentos na América do Sul e na região do Caribe. Entre os investidores desse fundo encontravam-se instituições multilaterais, como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento, cujas regras de investimento determinavam certos parâmetros de governança corporativa, como participação minoritária e investimentos em pequenas e médias empresas. Na época em que recebeu o presidente da ACME, a equipe do FUNDO estava bastante motivada para iniciar

---

<sup>67</sup> Esclarecimentos:

(i) O nome ACME é fictício

(ii) A pedido do gestor do fundo, que forneceu as informações para o caso, para preservar a imagem da empresa e das partes envolvidas no caso, decidimos alterar os nomes e referência aqui citadas por nomes fictícios. Os nomes trocados serão substituídos por nomes escritos em letras maiúsculas

(iii) Alguns fatos e detalhes que foram considerados não relevantes ao estudo dos problemas de agência envolvidos neste caso foram omitidos pelo autor deste trabalho.

---

---

os investimentos após um período longo de estruturação e capitalização do fundo de investimento, que levaria alguns anos para sair do papel antes de finalmente se concretizar.

Um dos setores em que a equipe do FUNDO buscava investimentos era exatamente o de empresas agroindustriais, como a ACME. A empresa possuía as características que o FUNDO procurava para o seu portfólio: era uma empresa madura, com mais de 18 anos de existência; dominava toda a cadeia de produção do produto que vendia (plantio, cultivo, extração e processamento); produzia um produto com grande potencial de vendas para o mercado externo; precisava de injeção de capital para reestruturar sua estrutura de capital; e tinha uma equipe gerencial comprometida com o negócio.

## **7.2. A fase de pré-investimento**

### **7.2.1. Primeiras ações**

O plano de negócios apresentado à equipe do FUNDO continha uma boa análise de mercado, na qual o produto da ACME competia, apresentando de forma clara a performance passada e dando bastante ênfase à operação da empresa. Entretanto, as projeções de performance futura da empresa não estavam suportadas por evidências sólidas. Um dos motivos alegados pelo empreendedor para justificar tal fato foi a própria crise de confiança que o produto sofreu perante seus consumidores, além da falta de uma estratégia clara de crescimento.

A equipe do FUNDO começou, então, a reavaliar as projeções financeiras a fim de conseguir uma estimativa do tamanho do investimento necessário pela ACME. Durante o período de 6 meses, a equipe visitou as instalações da empresa, consultou potenciais novos consumidores e reformulou as projeções futuras de receita.

Ao final deste período, já em julho de 1999, a equipe do FUNDO tinha uma proposta elaborada para ser apresentada ao Comitê de Investimentos do FUNDO, junto a uma análise detalhada dos méritos do investimento e os riscos envolvidos:

---

---

*“Méritos do investimento: (i) alta lucratividade potencial; (ii) bom time de executivos; (iii) bom potencial de exportação dos produtos da empresa, (iv) grande potencial de crescimento da receita proveniente de produtos complementares à produção principal; (v) criação de uma marca e geração de um benchmark operacional para as empresas da região”.*

*“Riscos envolvidos no investimento: (i) o mercado concorrente da ACME é caracterizado por práticas de sonegação de impostos e grandes contingências trabalhistas e a legalização das práticas da empresa poderiam acarretar numa estrutura de custos superior à de seus concorrentes; (ii) a crise de confiança dos consumidores pode demorar a passar devido à reincidência de contaminação dos concorrentes; (iii) a deterioração do fluxo de caixa da empresa forçou uma aceleração da colheita, o que pode significar redução de produção no futuro; (iv) a estratégia de rápido crescimento adotada elevou exageradamente o endividamento da empresa.”.*

*Extraído da Proposta de Investimento enviada ao Comitê de Investimento do FUNDO, Julho 1999.*

Portanto, apesar da estrutura de capital da ACME estar bastante desbalanceada<sup>68</sup>, a equipe do FUNDO estava otimista com a proposta que estava fazendo para reestruturar as finanças da empresa.

### **7.2.2. Termos da proposta final de investimento aprovada**

A proposta final de investimento tinha como principais características a existência de uma opção de venda da participação do FUNDO na empresa aos empresários e uma série de condições para a concretização da operação (vide Tabela 7-1).

---

<sup>68</sup> O balanço (não auditado) de maio de 1999 indicava um índice passivo/patrimônio líquido (*Debt/Equity*) de 2,57, e passivo total no valor de US\$ 982 mil, sendo US\$ 602 mil passivos de curto-prazo. Fonte: *Investment Proposal* da empresa ACME para o Comitê de Investimentos do FUNDO, Julho 1999.

---

Ao avaliar a proposta, o comitê de investimento aprovou o investimento condicionado à finalização de uma *due diligence* a ser realizada por um escritório de advogados e uma empresa de auditoria contratados, e também à contratação imediata de um CFO da confiança do gestor do fundo para acompanhar esses trabalhos.

**Tabela 7-1 – Principais características da proposta inicial de investimento do FUNDO na empresa ACME**

Item	Descrição
Valor do investimento	Total de US\$ 1,1 milhão dividido em: <ul style="list-style-type: none"><li>• US\$ 600 mil em aporte de capital por 49% da empresa</li><li>• US\$ 500 mil em empréstimo, a 12,5% a.a., com carência de 2 anos e pagamento do principal em 5 anos. Este empréstimo tinha a opção de ser convertido em ações caso a empresa não honrasse seus compromissos</li></ul>
Escalonamento dos aportes	O aporte de capital de US\$ 600 mil respeitaria o seguinte escalonamento: <ul style="list-style-type: none"><li>• US\$ 200 mil no momento da aprovação do investimento</li><li>• US\$ 200 mil após negociação de passivos fiscais com o governo do estado</li><li>• US\$ 200 mil sujeitos à entrada de novos sócios no empreendimento</li></ul>
Estratégia de saída	Foi negociada uma opção de venda ( <i>put option</i> ) da participação do FUNDO, à partir do 5º ano após a aprovação do investimento, com o maior valor entre as seguintes alternativas: <ul style="list-style-type: none"><li>• 6 vezes o lucro líquido do exercício social anterior ao do exercício da opção, pago proporcionalmente à participação do fundo na empresa; ou</li><li>• 6 vezes a média do lucro líquido dos três últimos exercícios anteriores ao do exercício da opção, pago proporcionalmente à participação do Fundo na Empresa; ou</li><li>• O valor contábil da empresa</li></ul>
Utilização do capital a ser injetado na empresa ( <i>use of proceeds</i> )	A estimativa para definição do capital a ser aportado foi proveniente de um estudo específico e limitava a sua utilização para: <ul style="list-style-type: none"><li>• Aquisição de terras para aumentar área produtiva</li><li>• Investimentos florestais, de modo a se atingir os níveis de produtividade desejados</li><li>• Construções e equipamentos da fábrica de processamento do produto</li><li>• Equilibrar o capital de giro da empresa através de redução de desconto de duplicatas, renegociação de dívidas tributárias passadas, passivos de curto-prazo e despesas com juros.</li></ul>
Condições para a realização do investimento	<ul style="list-style-type: none"><li>• Transformação da empresa em Sociedade Anônima fechada</li><li>• Demonstrativos contábil-financeiros totalmente auditados</li><li>• Resultados completos da <i>due diligence</i> legal, fiscal e trabalhista</li><li>• Seleção e contratação de um gerente financeiro</li></ul>

- 
- Definição de uma escala dos aportes de acordo com a reorganização financeira da empresa
  - Negociação e aprovação do mecanismo de saída através da opção de venda
- 

Fonte: *Investment Proposal* da empresa ACME para o Comitê de Investimentos do FUNDO

### 7.2.3. Implementação das condições exigidas para o investimento e primeiras dificuldades

Após a primeira reunião com o Comitê de Investimentos do FUNDO, foi contratada uma empresa de auditoria e um escritório de advocacia para realização da *due diligence* legal, fiscal e trabalhista.

A primeira de uma série de surpresas aconteceu ao final da *due diligence*, que revelou quase US\$ 3,8 milhões em contingências fiscais relacionadas ao crédito de ICMS nas vendas dos últimos 5 anos da empresa. A equipe de *due diligence* também descobriu lançamentos contábeis equivocados, que resultaram em passivos fiscais adicionais com o governo federal e estadual da ordem de US\$ 800 mil.

Este monstruoso passivo e a potencial contingência por si só eram motivos suficientes para abortar o processo, porém, a avaliação do time do FUNDO levou em consideração que “*sérias indicações do governo do estado levavam a crer que o estado estava interessado em ajudar a empresa por duas razões: (i) o benefício social e o (ii) a importância da empresa servir como referência de boas práticas de gestão na região*”.

Outro fator que levou a equipe do FUNDO a continuar o processo foi a crença na capacidade do corpo de executivos da ACME e na retomada da confiança dos consumidores na aquisição do produto que a ACME produzia. Dentro desse contexto, a equipe do FUNDO trabalhou junto a advogados e implementou três ações que fortaleceriam a empresa e protegeriam o fundo:

- Criação de uma nova subsidiária. O FUNDO criou uma subsidiária como veículo para comprar a propriedade. Esta propriedade seria mantida como uma espécie de garantia
-

---

do investimento e seria retornada à empresa *holding* no momento da saída do FUNDO do investimento;

- Condicionamento do investimento a um novo plano de repactuação de dívidas fiscais da ACME com governo federal e estadual
- Investimento na empresa ACME 2, que havia sido criada um ano antes para comercializar uma linha de produtos derivados da produção do insumo principal da ACME. A empresa ACME 2 recebeu a marca e outros ativos tangíveis que eram necessários para tocar a operação enquanto a fábrica ficou no balanço da ACME. Se a empresa ACME tivesse sucesso na quitação de seus passivos fiscais, as duas empresas se fundiriam.

### **7.3. A fase pós-investimento**

#### **7.3.1. Início da reestruturação**

Em agosto de 1999, seguindo o que foi recomendado na proposta de investimento, a ACME contratou um GERENTE indicado pelo gestor do FUNDO. Este GERENTE tinha bastante experiência em atividades na região Norte do Brasil e, na visão do gestor do FUNDO, teria condições de desenvolver tanto a área florestal como a área administrativo-financeira da empresa.

Após o final da *due diligence* e a constatação dos passivos fiscais ocultos que não haviam sido identificados na avaliação preliminar da empresa, a ACME estava ainda mais estrangulada financeiramente por suas linhas de financiamento de capital de giro, havendo um risco real da empresa quebrar no curto-prazo, caso nada fosse feito. Portanto, ao mesmo tempo em que o gestor do FUNDO não possuía todos os elementos que satisfizessem as condições para aprovar o investimento, ele corria o risco de perder a empresa por estrangulamento financeiro ou ver a sua recuperação financeira se tornar inviável.

---

---

A equipe do FUNDO optou, então, por fornecer as garantias necessárias exigidas pelo financiador da empresa para liberar um empréstimo de US\$ 160 mil a fim de desafogar a empresa e permitir que ela entrasse em conformidade com as condições de investimento.

### **7.3.2. Primeiros resultados**

No início de 1999, a equipe do FUNDO contou com o reforço de um DIRETOR especializado em reestruturações financeiras de empresas em dificuldades, contratado para ser o responsável pela interface com a ACME. Este DIRETOR reavaliou a situação da empresa, concluindo que a operação era viável, o que resultou em maior tranquilidade para a equipe do FUNDO finalizar a operação de investimento na ACME e iniciar a reestruturação da empresa.

Durante todo esse processo, o GERENTE inicialmente contratado não conseguiu impor controles financeiros nem disciplina administrativa à empresa, e as consequências foram muito ruins: a empresa começou novamente a descontar recebíveis a um custo de 3 a 4% ao mês. Para complicar ainda mais, um empréstimo com o BANCO DE DESENVOLVIMENTO regional no valor de US\$ 300 mil, dado como certo uma vez que o investimento na empresa ocorresse, foi inviabilizado pela falta de garantias.

Dada a gravidade da situação e o fato do FUNDO já ter realizado o investimento na empresa, a equipe do FUNDO, agora suportado com as informações do DIRETOR, conseguiu aprovar um novo aporte de US\$ 400 mil na ACME, sendo que US\$ 300 mil como dívida conversível a longo-prazo e US\$ 100 mil em aporte de capital, levando a participação do FUNDO na ACME para 54% do capital da empresa. Este foi um ponto especialmente discutido, pois parte dos investidores institucionais do FUNDO não permitia o investimento majoritário em empresas do portfolio. Além do mais, a dificuldade financeira que continuava ocorrendo na empresa levantou a questão se não era o momento certo para assumir o erro do investimento e abortar a operação. Este foi um momento tenso para todos os envolvidos no processo, porém finalmente, o novo investimento foi aprovado pelo Comitê de Investimento do FUNDO em novembro de 2000.

---

---

Ainda em maio de 2000, o GERENTE foi substituído pelo GERENTE 2. Este profissional já havia trabalhado com o DIRETOR do fundo em outros processos de reestruturação, tendo um histórico de sucesso como gerente financeiro de uma grande empresa multinacional. O GERENTE 2 começou rapidamente o seu trabalho e impôs um plano de contenção de gastos para iniciar a reestruturação da empresa. Fechou escritórios excedentes, reduziu drasticamente os custos, bem como os pagamentos aos sócios-executivos da empresa (tal fato acabou resultando em atritos com estes executivos) e levantou suspeitas sobre desvio de recursos dentro da empresa (não comprovadas). A empresa finalmente parecia estar na direção esperada por todos da equipe do FUNDO.

Porém, ao longo de alguns meses, o GERENTE 2 começou a demonstrar que não desejava perpetuar a sua moradia no Norte do Brasil, iniciando um processo sucessório para poder acompanhar do escritório de São Paulo a evolução da ACME. Um jovem executivo da ACME do escritório de São Paulo foi escolhido para sucedê-lo, começando tal tarefa ao assumir o controle do caixa da empresa. Este GERENTE 3 permaneceu na empresa até janeiro de 2001, quando foi comprovada uma fraude nas operações de desconto de duplicata, obrigando o GERENTE 2 a retomar suas antigas responsabilidades.

Em março de 2001, a ACME apresentou lucro contábil e, graças a alianças estratégicas, se tornou um dos maiores produtores brasileiros.

### **7.3.3. Retorno à roda viva<sup>69</sup> e veredicto final**

O controle do fluxo de caixa foi essencial para manter a ACME a focar seus esforços no equilíbrio financeiro. Os resultados contábeis positivos de março de 2001 foram um alívio para a empresa e para a equipe do FUNDO. Porém, para a surpresa de todos, em 2002, a empresa não honrou os compromissos do empréstimo contraído junto ao FUNDO por ocasião do primeiro aporte, colocando todos os envolvidos em estado de alerta.

---

<sup>69</sup> Roda-viva, conforme os dicionários, é um movimento incessante, corupio, cortado; é ainda confusão, barulho. Fonte: [www.tvcultura.com.br/aloescola/literatura/poesias/chicobuarquedehollanda\\_rodaviva.htm](http://www.tvcultura.com.br/aloescola/literatura/poesias/chicobuarquedehollanda_rodaviva.htm)

---



---

Em agosto de 2002, o GERENTE 2 fez um estudo mostrando que cerca de US\$ 100 mil resolveriam o problema da empresa. A equipe do FUNDO, porém, incomodada com a persistente existência de dificuldades financeiras, contratou outro profissional especialista em reestruturação de empresas em dificuldades. O profissional diagnosticou o que todos temiam: a empresa não era viável, e ao longo do tempo, sua situação iria se deteriorar ainda mais.

#### **7.4. Lições aprendidas com o caso ACME**

O caso apresentado termina com o fracasso de um investimento. Os fatores que conduziram a ACME a suas dificuldades advêm de vários aspectos não necessariamente ligados aos problemas de agência inerentes ao investimento.

Questões estratégicas, como o posicionamento de sua marca, a escolha dos canais de distribuição e a decisão de vender ou não para o mercado externo, também tiveram sua parcela de contribuição para a dificuldade da empresa. Questões estruturais do ambiente regulatório e tributário brasileiros e questões culturais, como permissividade na sociedade brasileira para a sonegação de impostos, também não podem ser esquecidas. Por último, não podemos deixar de considerar a possibilidade do gestor do FUNDO ter sofrido pressão do viés de reputação e não ter conseguido abortar o projeto antes de chegar ao ponto em que chegou.

Considerando tais fatores e respeitando o escopo proposto no início deste trabalho, uma análise parcial do problema como um todo será feita, focando apenas nas ações e nos instrumentos utilizados pelo gestor do FUNDO para reduzir os problemas de agência existentes no seu relacionamento com o empreendedor. Serão citados quais destes problemas foram mais relevantes para o desfecho do caso.

Para início, é interessante avaliar o caso ACME sob a perspectiva das ações e instrumentos utilizados pelo gestor do FUNDO ao longo de todo o processo do ciclo de investimento na empresa, conforme descrito na Tabela 7-2.

---

Tabela 7-2 – Ações do gestor do FUNDO para reduzir problemas de agência

Ação / Instrumento	Foi utilizada?	Comentários
Triagem rigorosa do projeto	✓	O processo de avaliação da empresa demorou pelo menos 12 meses e exigiu muito tempo do time do FUNDO
Especialização e foco da equipe do gestor do FUNDO	✓	A equipe do FUNDO tinha, entre seus membros, um analista com formação em engenharia agrônômica e um diretor com experiência em reestruturação empresas em dificuldade financeira.
Ajuste da exposição de investimentos em <i>start-ups</i>	✓	Este era um dos pontos da política de investimento do FUNDO. Investimentos em empresas jovens, com pelo menos 1 ano de operação.
<i>Due diligence</i>	✓	O processo de <i>due diligence</i> conduzido pela equipe do fundo, com auxílio de advogados e auditores, foi bem sucedido, uma vez que descobriu um rombo fiscal no valor de US\$ 4,6 milhões
<i>Co-investimento</i>	✗	Apesar do FUNDO ter buscado co-investidores para o projeto, ele não obteve sucesso
Escalonamento dos aportes de capital	✓	O escalonamento do investimento foi estabelecido em função do cumprimento de metas estabelecido na proposta inicial de investimento apresentada ao Comitê de Investimentos
Utilização de dívida conversível	✓	As duas rodadas de investimento aconteceram com uma parte em capital e outra em empréstimo de longo-prazo conversível
Transformação da empresa em Sociedade Anônima	✗	Uma das primeiras ações demandadas pelo FUNDO foi a transformação da ACME numa sociedade anônima fechada, porém, dadas as dificuldades da empresa esta exigência não foi cumprida.
Assunção do controle acionário	✓	Apesar da política de não ser majoritário e das restrições ao controle acionário impostas por parte dos investidores de seus investidores, na segunda rodada, o FUNDO assumiu o controle acionário da empresa ficando com 54% do capital social da empresa
Melhores práticas de governança e solução de impasses no Acordo de Acionistas	✗	Não foram estabelecidas cláusulas especiais de governança corporativa diferentes daquelas exigidas pela lei.
Remuneração do empreendedor e demais gestores vinculada ao desempenho da empresa	✗	A remuneração corrente do empreendedor e sua equipe não foi vinculada a metas de desempenho
Indicação do administrador financeiro	✓	No período avaliado do caso pelo menos 3 gerentes financeiros indicados ou aprovados pelo FUNDO atuaram na empresa
Monitoramento intensivo do investimento pelo fundo de capital de risco	✗	Da mesma forma que constatada por GORMAN e SAHLMAN (1989) no item 6.4.9, o FUNDO teve alguns “sustos”, mesmo tendo indicado um gestor financeiro, e somente aumentou intensidade do monitoramento perto dos aportes realizados
<i>Tag-along</i>	✗	Não foi negociada
<i>Drag-along</i>	✗	Não foi negociada
Opção de venda ( <i>put option</i> )	✓	Foi negociada uma opção de venda ( <i>put option</i> ) da participação do FUNDO a partir do 5º ano após a aprovação do investimento, conforme descrito na Tabela 7-1

---

Uma observação interessante a ser feita ao se avaliar as ações tomadas pelo FUNDO é que a maioria das precauções normalmente tomadas pelos fundos do mercado pode ser encontrada no caso da empresa ACME. Deste modo, seria esperado afirmar que o FUNDO atuou de acordo com a maioria das melhores práticas do mercado, o que nos leva a crer que o resultado final do investimento ocorreu devido a outros problemas que não os de agência.

Entretanto, ao se avaliar com mais detalhe cada um dos itens, percebe-se que a forma como cada ação/instrumento foram utilizados foi a diferença entre o sucesso e o fracasso na redução dos problemas enfrentados pelo FUNDO ao longo do processo de investimento da ACME.

No próximo item serão comentadas mais detalhadamente cada uma das ações adotadas, de modo a se compreender o que realmente poderia ser feito de forma mais adequada.

## **7.5. Análise de aspectos da gestão do FUNDO investidor na ACME**

### **7.5.1. Triagem rigorosa do projeto ACME**

A equipe do FUNDO começou o processo de avaliação como estava planejado para acontecer. Visitou as instalações da empresa várias vezes, checkou referências com clientes e fornecedores, entrevistou os executivos da empresa e reavaliou as estimativas de vendas para os anos seguintes. Entretanto, a isenção da equipe do FUNDO terminou quando, no final do segundo semestre de 1999, com as informações da *due diligence* em mãos, a equipe decidiu ajudar a ACME ao conceder as garantias para que a empresa contraísse um empréstimo junto ao FINANCIADOR no valor de US\$ 160 mil. Isto para dar fôlego suficiente para a empresa sobreviver até o final da estruturação da primeira rodada de investimento. Ao tomar esta decisão, o FUNDO sinalizou claramente para o empreendedor que ele apostava no projeto, mesmo após a descoberta dos passivos fiscais ocultos de US\$ 4,6 milhões.

A partir deste ponto, a triagem perdeu sua eficácia pois, apesar de contar com as recomendações de especialistas em reestruturação como o DIRETOR que havia sido

---

---

recentemente contratado, as decisões do FUNDO provavelmente foram influenciadas por um viés de reputação. Isto forçou o FUNDO a prosseguir com o projeto, de modo a mostrar ao Comitê de Investimento que sua avaliação e proposta de investimento inicial continuava sendo atraente.

#### **7.5.2. Especialização e Foco da equipe do FUNDO**

A equipe do FUNDO era uma equipe adequada ao desafio do investimento na ACME. Os gestores do FUNDO tinham ampla experiência em bancos de investimento, incluindo mercados internacionais. Além disso, o principal analista era um profissional formado em engenharia agrônômica com experiência como gestor de fazendas e atividades agroindustriais.

Quando percebeu que o investimento na ACME demandaria uma reestruturação financeira mais severa do que aquela inicialmente planejada, logo após os resultados da *due diligence*, o FUNDO contratou um profissional com grande experiência comprovada em reestruturação de empresas em dificuldade para ser um daqueles que monitorariam o investimento na empresa.

Portanto, nesse quesito, o FUNDO atuou consistentemente com o planejado por sua equipe.

#### **7.5.3. Ajuste ao nível de exposição a investimentos em *start-ups***

O FUNDO tinha como política de investimento, investir apenas em empresas que já tivessem pelo menos um ano de existência. O principal motivo da existência dessa política era o alto custo de seleção associado à análise de uma empresa nascente. Ao tomar essa decisão, o FUNDO também trocou retornos potencialmente maiores por riscos menores.

O fato de a ACME ter mais de 18 anos de vida comprovava os méritos da empresa por haver sobrevivido durante tanto tempo. Isto foi considerado um fator positivo na avaliação do FUNDO.

---

---

## **7.6. Análise das ações do FUNDO relacionadas à estruturação do investimento na ACME**

### **7.6.1. *Due diligence***

O FUNDO contratou um escritório de advocacia e uma empresa de auditoria externos para realizar a investigação contábil, legal, fiscal e trabalhista na ACME. Dentro do que pode-se observar na descrição do caso, o processo de *due diligence* foi muito bem sucedido e conseguiu desvendar um passivo fiscal oculto de US\$ 4,6 milhões. Caso o FUNDO tivesse investido apenas nas informações coletadas ao longo do primeiro semestre de 1999, correria um grande risco de descobrir esta contingência após a realização do investimento.

Ao ter melhor informação para sua decisão, a equipe do FUNDO teve condições de reavaliar os riscos do investimento e pode decidir com mais segurança a continuidade pelo investimento na ACME.

### **7.6.2. Co-investimento**

O FUNDO procurou, desde o início, um parceiro para co-investir na empresa ACME, mas não obteve sucesso. Talvez o fato de ter uma política de investimentos bastante específica, e de certa forma diferente dos mandatos da maioria dos fundos que atuam no Brasil, tenha sido o fator que dificultou a busca de um parceiro. A espiral de problemas financeiros que a ACME enfrentou, desde o início, também contribuiu para dificultar a entrada de novos investidores.

Do ponto de vista técnico, o co-investimento poderia ter ajudado o FUNDO a reavaliar a viabilidade do investimento na empresa.

### **7.6.3. Escalonamento dos aportes de capital**

O escalonamento dos investimentos na ACME foi muito bem estruturado pela equipe do FUNDO conforme pode-se verificar na proposta de investimento inicial, enviada ao

---

---

Comitê de Investimento, mas a partir do momento em que os verdadeiros grandes problemas da empresa apareceram, no final de 1999, esse planejamento foi totalmente atropelado pelo desejo da equipe do FUNDO de não deixar a empresa falir, levando com isto quase um ano de trabalho de avaliação e estruturação do investimento.

Portanto, nesse caso, apesar do bom planejamento para o escalonamento do investimento, a equipe do FUNDO provavelmente se sentiu responsável pela sobrevivência da empresa após a sucessão de eventos até o primeiro aporte efetivo de recursos, perdendo parte da isenção e frieza de que necessitava para tomar suas decisões.

A partir desse momento, o FUNDO retirou a pressão que o escalonamento dos aportes de capital exercia sobre o empreendedor, tornando o mecanismo menos eficaz para fins de alinhamento de interesses entre as partes.

#### **7.6.4. Utilização de dívida conversível**

A dívida conversível foi utilizada desde a estruturação do primeiro aporte de capital.

Na primeira proposta de investimento, devido à restrição a um investimento majoritário do FUNDO nas empresas de seu portfolio, optou-se por oferecer em conjunto com o aporte de capital um pacote de financiamento de longo-prazo, conversível em ações. Isso respeitava as regras do FUNDO ao mesmo tempo em que dava mais garantias de recebimento ao FUNDO caso a empresa se tornasse inadimplente.

Já na segunda rodada de investimento, o aporte ocorreu por necessidade de preservação do capital já investido na primeira rodada e, portanto, o FUNDO escolheu a opção pela distribuição de 75% de dívida a longo-prazo conversível e 25% de capital, uma estrutura que dava maior garantia de recebimento dos recursos injetados na empresa do que as próprias ações da empresa.

A grande questão relacionada a utilização de dívida conversível é que ela, assim como o escalonamento dos aportes de capital, deve ser utilizada como um instrumento de incentivo para o empreendedor manter seus interesses alinhados aos do fundo de investimento.

---

---

A partir do momento que a ACME chegou ao limite da falência, qualquer alternativa para solucionar o problema passou a ser melhor que o cenário-base do empreendedor. Desta forma, a dívida conversível como alinhadora de interesses passou a ser indiferente para o empreendedor, que não tendo nada a perder com a conversão em ações, tornou o instrumento inócuo para o FUNDO.

#### **7.6.5. Transformação da ACME em sociedade anônima**

A transformação da ACME em sociedade anônima foi exigida no momento do primeiro aporte de capital. Entretanto, em função das dificuldades financeiras pelas quais a empresa passou, esta determinação não foi cumprida.

#### **7.6.6. Exigência do controle acionário**

Conforme descrito anteriormente, apesar de um investimento majoritário na ACME estar fora da política de investimentos do FUNDO, esta foi a única alternativa para o FUNDO após a descoberta do fracasso da primeira rodada do financiamento que já havia passado 49% da empresa ao FUNDO. Isso demandou uma segunda rodada de investimentos em menos de 12 meses após a primeira, porém, com parte significativa (3/4) do segundo aporte estruturado como empréstimo conversível de longo-prazo.

Portanto, o FUNDO acabou adquirindo o controle da empresa, tomando o cuidado de devolver a parcela que o tornava majoritário caso a empresa alcançasse as metas pré-estabelecidas no contrato de investimento da 2ª rodada.

#### **7.6.7. Cláusulas de governança e solução de impasses**

O contrato social da empresa e o acordo de quotistas estabelecido não determinaram cláusulas específicas de governança corporativa além daquelas exigidas pela legislação (vide ANEXO - Modelo de contrato social de empresa limitada de acordo com o Código

---

---

Civil/2002) ou as já citadas neste caso, como por exemplo a opção de venda da empresa para os investidores (*put option*).

#### **7.6.8. Remuneração do empreendedor vinculada ao desempenho da ACME**

Não foi aplicada e, considerando a situação desfavorável em que o FUNDO entrou na empresa, não é possível afirmar que este seria um instrumento que facilitaria a gestão do FUNDO sobre a ACME.

Convém ressaltar que, apesar de todos os problemas enfrentados ao longo do processo descrito no caso, o relacionamento entre o sócio empreendedor e o FUNDO sempre foi pacífico e colaborativo.

Porém, a prática observada pelo próprio FUNDO em outros investimentos mostra que boas salvaguardas para solução de impasses são importantes para quando ocorre a redução da cordialidade entre os sócios e reduzem o tempo necessário para tomada de decisões importantes em momentos de disputa.

#### **7.6.9. Indicação do administrador financeiro da empresa**

A primeira indicação do FUNDO aconteceu na contratação do GERENTE em agosto de 1999, antes mesmo do processo de *due diligence* ter sido completado. Esta foi uma prática que mostrou ser bastante acertada para permitir o alinhamento antecipado entre o futuro gestor financeiro e a empresa, apesar da performance desse GERENTE ter sido muito aquém do esperado e ele ter sido demitido alguns meses depois de contratado. Um outro fator negativo fora do controle da equipe do FUNDO foi a fraude cometida pelo GERENTE 3, que, junto ao episódio do GERENTE, enfraqueceram o poder de argumentação e convencimento do FUNDO junto ao Comitê de Investimento.

A indicação do GERENTE 2 pelo recém-chegado DIRETOR, especializado em reestruturações, foi uma decisão acertada que funcionou bem durante o período em que ele esteve à frente do controle do caixa. O controle do caixa foi importantíssimo para o

---



---

equilíbrio financeiro da empresa, porém a falta de uma estratégia que aumentasse as receitas contribuiu para o retorno da empresa à situação de dificuldade novamente em 2002.

## **7.7. Análise das ações do FUNDO relacionadas ao monitoramento e saída do investimento**

### **7.7.1. Monitoramento intensivo da ACME**

O monitoramento intensivo do investimento não aconteceu ao longo do processo.

Existiram períodos de maior proximidade entre a equipe do FUNDO e a ACME, normalmente junto aos períodos de uma das rodadas de investimento. Da conversa com os gestores do FUNDO, duas hipóteses foram levantadas para entender a razão dessa oscilação no monitoramento do investimento na ACME:

- 1) A distância entre a cidade na qual a ACME operava, no Norte do Brasil, e a base do FUNDO em São Paulo, definitivamente deve entrar na avaliação, uma vez que o alto custo de passagens aéreas e a tempo necessário para se chegar até a ACME impactaram na decisão de viagem dos executivos do FUNDO
- 2) O DIRETOR especializado em reestruturação de empresas também precisava se dedicar a outros dois empreendimentos semelhantes ao projeto ACME, além de ser o responsável pela área financeira do gestor do FUNDO. Portanto, uma parte da falta de monitoramento pode ser creditada à falta de foco, não só do DIRETOR, mas de toda a equipe do gestor do FUNDO na divisão entre as diversas atividades que desempenhavam.

A questão acima é relevante para a operação de um fundo de capital de risco pois eles se compõem basicamente de custos de transação e custos de monitoramento. O caso ACME mostra claramente que os custos para se montar uma equipe multidisciplinar, estudar o mercado, estruturar uma operação de investimento e monitorar um investimento são

---

---

altíssimos e somente os times muito eficientes, focados e com uma boa estrutura de apoio é que são capazes de administrar adequadamente o seu portfolio de empresas.

#### **7.7.2. *Tag-along***

Não foi negociada nesta transação.

#### **7.7.3. *Drag-along***

Não foi negociada nesta transação.

#### **7.7.4. *Opção de venda***

A opção de venda foi colocada neste investimento como uma garantia de saída do investimento à partir do 5º ano da data do primeiro aporte. Apesar de bem desenhada, pode-se levantar alguns fatores que a tornaram praticamente inócua:

1. Não se atingiu os cinco anos mínimos após o primeiro aporte estipulado no prazo de exercício da opção;
  2. Com a situação financeira da ACME cada vez mais deteriorada, o valor da opção que o FUNDO possuía foi para zero;
  3. Mesmo que as condições para exercício da opção ocorressem, e a opção tivesse algum valor, a operação seria inviável pois a ACME sem seus sócios originais não teria recursos para honrar o compromisso.
-

---

## 7.8. Conclusões da análise do caso ACME

O caso analisado mostra que mais importante que um contrato de investimento bem redigido, com cláusulas e instrumentos que protejam o investidor, é a forma como tais instrumentos são aplicados na prática.

Como pode-se notar na Tabela 7-2, o FUNDO estruturou adequadamente a fase de pré-investimento, realizando rigorosa e longa triagem do projeto e contratando escritórios de advogados e auditores para suportá-lo. O resultado dessa etapa foi a descoberta de um passivo fiscal no valor de R\$ 4,6 milhões que obrigou o FUNDO a repensar seriamente a viabilidade do investimento.

No aspecto do monitoramento, o caso ACME acabou, pela particularidade da distância física, replicando o modelo tradicional norte-americano de investimento de risco, no qual os investidores interagem com as empresas investidas trimestralmente nas reuniões de Conselho e através de relatórios financeiros enviados por e-mail. A falta da presença física no empreendimento provavelmente foi o principal motivador para a performance abaixo da média do GERENTE 1 e para a fraude cometida pelo GERENTE 3.

Alguns dos gestores de fundos entrevistados, afirmaram que o monitoramento é tão ou mais importante quanto as demais fases do ciclo de investimento, indo aparentemente contra a percepção existente na indústria *private equity* de que a saída é o principal *drive* do retorno financeiro de um investimento de risco.

De certa forma, todas as etapas do ciclo do investimento são importantes, pois se o fundo não realiza uma boa negociação na entrada do investimento, ou se não monitora adequadamente o desenvolvimento do plano de negócio da empresa, ou se não consegue realizar uma saída adequada, as chances de obtenção do retorno financeiro previsto vão sendo reduzidas gradativamente.

Porém os entrevistados argumentam que na fase de monitoramento o plano de negócio é realmente colocado em prática, e os resultados da empresa em si são auferidos. Ao contrário das etapas de negociação e saída, nas quais há maior dose de oportunismo, é na etapa de monitoramento que a gestão da empresa mostra realmente o seu valor.

---

---

Nas conversas com os entrevistados, percebe-se que o modelo brasileiro de capital de risco já está sendo desenvolvido por meio da adaptação do modelo norte-americano. Pode-se citar, especialmente, as estruturas de monitoramento intensivo das empresas investidas pelos fundos que atuam no Brasil, com relacionamento praticamente diário entre os executivos do fundo e os executivos das empresas, e muitas vezes com a alocação de outros profissionais do próprio fundo para “prestação de serviços” de alto-nível que a empresa não suportaria pagar, como serviços de acesso a mercados, acesso a instituições financeiras, entre outros.

No caso brasileiro, a questão do monitoramento não está relacionada somente aos problemas decorrentes da assimetria de informações, mas também às dificuldades encontradas pelos fundos para valorizar as empresas investidas e para encontrar uma saída que remunere os esforços quando da repartição dos ganhos apurados pelo fundo.

Portanto, ao se avaliar o caso ACME, percebe-se que o monitoramento é fundamental para o fundo garantir o sucesso do seu investimento e é a atividade que fornece informações em tempo real para o gestor do fundo, possibilitando a ele tomar decisões corretivas quase que imediatamente. Mesmo sendo cuidadoso na gestão do seu relacionamento com a ACME, o FUNDO permitiu o surgimento de problemas na gestão da empresa ao negligenciar o monitoramento intensivo da investida. Isto se mostrou fatal para a ACME no decorrer do tempo.

Por essa conclusão e informações apresentadas no caso ACME, considera-se que o presente estudo de caso contribui para avaliar ações que visem minimizar o risco de insucesso dos investimentos de capital de risco no país e também contribui para a construção de um modelo brasileiro de gestão de investimentos de capital de risco.

---

---

## 8. Conclusões da dissertação

No início deste trabalho, foram estabelecidas quatro perguntas com o objetivo de facilitar a estruturação do problema a ser estudado:

- (i) Quais são os mecanismos/ações descritos na literatura acadêmica e pelos profissionais da área utilizados pelos fundos para minimização dos problemas de agência em suas operações de capital de risco?
- (ii) Existem problemas de agência específicos do mercado de capital de risco em países em desenvolvimento?
- (iii) Há, no Brasil, diferenças na abordagem dos fundos aos problemas de agência em função do tipo de fundo de capital de risco (*venture capital*, *buyout*)?
- (iv) Os problemas de agência encontrados nos investimentos de capital de risco no Brasil são uma barreira para o aumento da atividade de capital de risco no país?

**Quais são os mecanismos/ações descritos na literatura acadêmica e pelos profissionais da área que são usados pelos fundos para minimização dos problemas de agência em suas operações de capital de risco?**

Ao longo da elaboração do estudo, durante a pesquisa da bibliografia existente sobre o assunto, ficou claro que os problemas de agência são uma realidade abordada por acadêmicos e profissionais do mercado de capital de risco no mundo todo.

Ao longo desse trabalho, foram estudados materiais de algumas das mais renomadas instituições acadêmicas internacionais em sua área<sup>70</sup> e comprovou-se que as práticas para minimização dos problemas de agência entre fundos de *private equity* e empreendedores são bastante difundidas e bastante discutidas entre os participantes do mercado.

---

<sup>70</sup> Especificamente 2 grupos: o grupo de estudos de *private equity* da *Harvard Business Review*, liderada pelo Prof. Josh Lerner, e o Centro Internacional de Negócios e Políticas Públicas da *The Paul H Nitze School of Advanced International Studies* da *Johns Hopkins University*, liderado pelo Prof. Roger Leeds.

---

---

Em posse do material pesquisado, foram listadas dezesseis ações/instrumentos para lidar com esse problema conforme apresentado no capítulo 6.

Muitos dos mecanismos levantados, como o processo de *due diligence*, o escalonamento dos aportes de capital, o co-investimento, o monitoramento intensivo da empresa investida, a remuneração do empreendedor atrelada ao resultado da empresa e a utilização de dívida conversível, são assuntos que foram bastante estudados pela academia, que comprovou a aplicação de tais mecanismos através de pesquisas quantitativas<sup>71</sup>.

Estes mecanismos traduzem a preocupação com questões de seleção adversa, *moral hazard*, alinhamento de interesses entre as partes que são universais aos investimentos de capital de risco e, por essa razão, puderam ser replicados na expansão do mercado de capital de risco dos Estados Unidos para países da Europa e países em desenvolvimento, como o Brasil.

Entretanto, como é possível comprovar com a análise do caso ACME (Capítulo 7), apesar de os mecanismos serem aplicáveis à realidade brasileira, sua eficácia está mais relacionada à forma adequada de aplicação do que simplesmente à sua utilização. Apesar do FUNDO ter utilizado a maior parte das ações/atividades levantadas na primeira parte deste estudo, a falta de um modelo eficaz de monitoramento possibilitou o surgimento de sérios problemas na gestão da empresa que acabaram por inviabilizá-la financeiramente.

Esta questão do modelo de monitoramento das empresas investidas se tornou muito clara durante as entrevistas<sup>72</sup> realizadas com fundos de capital de risco brasileiros. O relacionamento com a empresa investida é praticamente diário entre os executivos do

---

<sup>71</sup> Importante ressaltar que a maioria das pesquisas relacionadas a esses assuntos provém de dados da indústria norte-americana. A razão para isso é que a indústria de capital de risco nasceu naquele país no início do século XX e isso naturalmente se traduz na enorme quantidade de informação disponível sobre a indústria de *private equity* e na qualidade de estudos acadêmicos relacionados ao assunto

<sup>72</sup> A amostra de entrevistados inclui fundos com focos de atuação diversificados (*start-up*, *early-stage*, *buyout* e fundos independentes, fundos ligados a instituições financeiras e investidores corporativos).

---

---

fundo e os executivos das empresas, e muitas vezes com a alocação de outros profissionais do próprio fundo para “prestação de serviços” de alto-nível que a empresa não suportaria pagar, como serviços de acesso a mercados, acesso a instituições financeiras, entre outros.

No caso brasileiro, a questão do monitoramento não está relacionada somente aos problemas decorrentes da assimetria de informações, mas também às dificuldades encontradas pelos fundos para valorizar as empresas investidas e para encontrar uma saída que remunere os esforços quando da repartição dos ganhos apurados pelo fundo. Isto indica que um modelo brasileiro de capital de risco está sendo desenvolvido, apesar das diferentes estratégias ou teses de investimento defendidas por esses fundos entrevistados.

Outros mecanismos, como assunção do controle acionário, cláusulas de governança e solução de impasses, redução da exposição a investimentos em *start-ups* e transformação de empresa investida em sociedade anônima estão relacionados às dificuldades de execução dos contratos firmados entre o fundo e suas empresas investidas e à falta de uma regulamentação que proteja os investidores profissionais, sejam eles majoritários ou não.

Porém, pode-se fazer um paralelo dessas últimas conclusões com àquelas do caso ACME, e se verificar que a questão mais relevante nesse caso não é a existência de garantias legais para exercício do controle, mas sim a forma como o controle é exercido na empresa pelo fundo de capital de risco.

#### **Existem problemas de agência específicos do mercado de capital de risco em países em desenvolvimento?**

A assimetria de informações e as contingências específicas do ambiente de negócios existentes nos países em desenvolvimento impactam diretamente nos custos de transação e de monitoramento das empresas investidas, o que acaba por inviabilizar o investimento em empresas menores, levando os investidores a buscar ganhos em operações de grandes aquisições através de operações de LBO/MBO's e aquisições de empresas estatais privatizadas. Conforme visto no item 6.3.3., MURRAY (1996) constatou que fundos de capital de risco europeus focados em empresas nascentes

---

---

tiveram uma taxa interna de retorno média de 4% no período variável de 4 a 14 anos de existência, enquanto os fundos de *buyout* tiveram um retorno médio de 23,1% no mesmo período, indicando existência de ganhos de escala em investimentos de risco nessa região.

A falta de uma legislação local adequada para o capital de risco, a pré-disposição à evasão fiscal, o risco de uma desvalorização cambial acentuada, uma estrutura tributária desbalanceada e um sistema de fiscalização problemático também são parte da realidade das empresas que atuam no Brasil (item 5.2.4). Isto é um fator que muitas vezes é sub-avaliado nos investimentos estrangeiros de capital de risco no país, o que contribui com uma parcela do tão comentado Custo Brasil, que, nesse caso, pode ser entendido como imperfeições de mercado que dificultam as operações de investimento de risco no país.

Na análise realizada, confirma-se a existência de mecanismos específicos para controle dos problemas de agência encontrados nos mercados em desenvolvimento, decorrência do próprio ambiente de negócios existente. Problemas de agência relacionados a contingências fiscais, tributárias e trabalhistas são exemplos disto, porém eles se enquadram na categoria de questões de solução mais trivial (p.e., contratação de bons advogados e auditores).

O que se observou nas entrevistas realizadas e na avaliação do caso ACME é que a indústria de capital de risco brasileira está saindo de sua fase embrionária, marcada pela utilização de modelos de gestão “importados”, para ingressar numa fase mais madura. Esta nova fase é marcada por fundos que possuem uma tese de investimento clara e que analisam os fundamentos de mercado para definir seu escopo de atuação. Está marcada, também, pela edição da Instrução CVM Nº 391/03, reguladora dos Fundos de Investimento em Participações, dando flexibilidade, até antes inédita, para que o fundo de capital de risco defina contratualmente com seus investidores a maior parte do estatuto do fundo.

O que se pode concluir, portanto, é que os problemas de agência encontrados nos países em desenvolvimento são, via de regra, semelhantes àqueles dos países desenvolvidos. Isto é verdade principalmente nas questões relacionadas à assimetria de informações, comportamento oportunista e potencial de *moral hazard* que são inerentes à atividade de capital de risco.

---



---

**Há, no Brasil, diferenças na abordagem dos fundos aos problemas de agência em função do tipo de fundo de capital de risco (*venture capital*, *buyout*)?**

A amostra selecionada para entrevistas, apesar de não ser estatisticamente representativa, foi escolhida de modo a contemplar a opinião de participantes do mercado com perfis diferentes entre si. Portanto, a amostra de entrevistas incluiu os três tipos diferentes de fundos por tipo de constituição: fundos independentes, fundos ligados a instituições financeiras e investidores corporativos. Também se buscou encontrar uma amostra que pudesse passar uma visão geral dos investidores que atuam em fases distintas do capital de risco: fundos de *venture capital* (*early-stage/start-up*) e fundos de *buyout* (consolidação de mercado).

Nas entrevistas, constatou-se que, aparentemente, não há distinção na forma de utilização dos instrumentos/ações em função do tipo de fundo avaliado. Os conceitos relacionados à gestão dos problemas de agência discutidos durante a entrevista pareceram bastante sólidos em todas as organizações, e uma linha comum a todos, que parece ser a chave para a minimização dos riscos do investimento numa empresa, é a existência do investidor controlador (ou ligado ao grupo de controle) que exerce o monitoramento intensivo na empresa investida.

Foram entrevistados tanto fundos de controle como fundos que preferem ser minoritários, e, aparentemente, essa diferença não influencia a forma como os demais instrumentos/ações de gestão dos problemas de agência são aplicados.

Portanto, baseado na pesquisa exploratória realizada, é possível afirmar que há uma indicação de que os fundos brasileiros de capital de risco introduzem formalmente a maioria dos instrumentos de gestão dos problemas de agência conhecidos no seu relacionamento com as empresas investidas.

**Os problemas de agência encontrados nos investimentos de capital de risco no Brasil são uma barreira para o aumento da atividade de capital de risco no país?**

A redução dos problemas de agência específicos do Brasil, ou seja, relacionados ao ambiente e à cultura de negócios locais, não é de solução rápida, pois passa pelo desenvolvimento das instituições, como a CVM na determinação da legislação pertinente aos investimentos de risco no país; como o Congresso na aprovação de leis

---

---

que facilitem a atuação do capital de risco como alavanca na inovação tecnológica e criação de novas empresas; como a Receita Federal no estabelecimento de regras tributárias mais simples e justas e no controle da sonegação e evasão fiscal de empresas; como o Poder Judiciário na agilização da resolução dos processos jurídicos; e como o próprio empreendedor/empresário, que pode começar a atuar de forma ética e socialmente responsável para criar um novo padrão de desenvolvimento do país.

Portanto, parte da resposta para esta pergunta está no desenvolvimento das instituições brasileiras, que se traduzirá na evolução do mercado empresarial do país. Nesse caso, tomando a hipótese de que o desenvolvimento de mercado aconteça conforme descrito acima, há a tendência de redução dos custos de transação e dos custos de monitoramento inerentes à atividade de capital de risco. Dessa forma, espera-se que os problemas de agência específicos brasileiros sejam significativamente reduzidos, sendo natural se esperar que a atividade de capital de risco aumente no Brasil na mesma proporção com que aumentarão os investimentos estrangeiros diretos.

Por outro lado, percebe-se nas entrevistas realizadas com gestores de fundos de capital de risco que os problemas de agência inerentes à atividade de *private equity / venture capital* estão sendo adequadamente endereçados pela maioria dos fundos que atuam no país.

Porém, a conclusão mais importante desse trabalho foi a constatação de que a atividade de monitoramento do fundo na empresa investida é um dos fatores determinantes para o sucesso de um investimento de risco. Esta conclusão é reforçada ao se considerar que os fundos estudam a entrada e a saída de um investimento antes da efetivação do aporte de capital, ou seja, conseguem antecipar os problemas relacionados a essas duas fases *a priori*, enquanto que na fase de monitoramento, as respostas às contingências relacionadas à gestão do negócio devem ser encaminhadas conforme aparecem.

Os fundos atuantes estão desenvolvendo um modelo adequado à realidade e ao ambiente de negócio locais que busca, acima de tudo, minimizar os riscos do mercado de capital de risco como um todo (sendo os problemas de agência apenas um deles), e maximizar o retorno de sua carteira de empresas investidas.

---

---

Portanto, olhando sob este aspecto dos problemas de agência inerentes à atividade de *private equity/venture capital*, pode-se concluir que eles não são empecilho ao desenvolvimento da atividade no país.

---

---

## 9. Recomendações para futuros estudos

Neste estudo, foram levantados os principais instrumentos e as ações utilizadas pelos gestores de capital de risco para minimizar os problemas de agência no seu relacionamento com o empreendedor e os seguintes temas, descritos abaixo, podem ser sugeridos para desdobrar o assunto aqui abordado e contribuir para o desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil:

- Os resultados do presente estudo são qualitativos e ajudam a entender quais são os itens normalmente considerados pelo gestor de risco na estruturação de seu investimento. Um desdobramento deste trabalho poderia ser a realização de uma pesquisa quantitativa com os fundos de capital de risco que atuam no Brasil, de modo a verificar a representatividade estatística de cada uma das ações/instrumentos aqui abordados.
  - Como visto no estudo do caso ACME, muitas vezes a simples aplicação da ação/instrumento de gestão do problema de agência não garante os resultados esperados pelo gestor do fundo. Um novo estudo poderia avaliar quais ações/instrumentos têm o maior impacto no controle dos problemas de agência nos investimentos no Brasil, e qual é o formato mais adequado para sua implementação à luz da legislação existente no país.
  - Os problemas de agência entre o investidor institucional e o fundo de capital de risco já foram abordados qualitativamente no trabalho de BOCATTO (2001), e seria interessante uma análise de representatividade estatística das ações/instrumentos utilizados para reduzir os problemas de agência nesta interface.
  - Uma observação interessante que pode ser retirada do caso ACME é o elevado custo de transação e monitoramento que a operação de investimento demandou do gestor do fundo de capital de risco. A enorme assimetria de informações do mercado brasileiro, as práticas de evasão fiscal, a dificuldade para realização da saída são elementos que não podem ser desprezados e dificultam a obtenção dos ganhos com investimentos em pequenas e médias empresas. Neste caso questiona-se a viabilidade do modelo de investimento de risco voltado para PMEs. Portanto, seria
-

---

interessante responder se os custos de transação na atividade de capital de risco inviabilizam investimentos em PMEs no Brasil.

- O presente estudo apresenta um caso específico de investimento de risco, focado na reestruturação financeira de uma empresa, e as ações do fundo investidor foram voltadas para este fim. Poderiam ser realizados novos estudos de caso, avaliando-se como são administrados os problemas de agência em investimentos empresas em outro estágio de desenvolvimento (como *start-ups*) e em outros segmentos (como o de alta tecnologia).

---

## LEGENDAS, SIGLAS E ABREVIATURAS UTILIZADAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ACME	Nome fictício dado à empresa objeto do caso estudado
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
BNDESp	BNDES Participações
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> , equivalente ao Presidente da empresa
CFO	<i>Chief Financial Officer</i> , equivalente ao Diretor Financeiro
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> , em português este termo é o LAJIRDA – Lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização
FIPs	Fundo de Investimento em Participações
FMIEE	Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
IPO	<i>Initial public offering</i> - oferta primária de ações em bolsa de valores
LBO	<i>Leveraged buyout</i> - aquisição de empresas com dívida/empréstimo
LP	<i>Limited partnership</i>
MBO	<i>Management buyout</i> - aquisição de empresa pela gerência
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PME	Pequena e Média Empresa
SME	<i>Small and medium enterprises</i> - pequenas e médias empresas

---

---

## BIBLIOGRAFIA

### LIVROS, TESES, DISSERTAÇÕES E ARTIGOS

AKERLOF, G.A. *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3, p.488-500, 1970.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932. Revised Edition, 1967.

BEZERRA, J. C. A. *Introdução à indústria de private equity no Brasil*. Dissertação de mestrado. São Paulo: EAESP/FGV. 1999.

BINDER, R.E. *A prescription for building a venture capital industry in Brazil*. Brazilian Venture Capital Association. Rio de Janeiro. December 2002.

BOCATTO, E.P.G. *Fundos de private equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas*. Dissertação de mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 2001.

CAPPARELLI, S, RAMOS, M.C, dos Santos, S. *A nova televisão no Brasil e na Argentina*. Em: Revista de In Texto – Revista do Mestrado de Comunicação da UFGRS, edição 4, 1998.

CGEE, *Capital de risco e desenvolvimento tecnológico no Brasil: experiências recentes e perspectivas*. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, Ciência, Tecnologia e Inovação. Maio 2003. Disponível em: [www.cgee.org.br/arquivos/estudo013\\_03.pdf](http://www.cgee.org.br/arquivos/estudo013_03.pdf) . Acesso em Julho 2003.

CHASE, R.B.; AQUILANO, N.J.; JACOBS, F.R. *Operations Management for Competitive Advantage*. McGraw Hill Companies, p. 41-55, 8a edição, 1998.

CHECA, G., LEME, E. SCHREIER, C. *The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil*. The Journal of Private Equity. Institutional Investor, Inc. Fall 2001.

CHOCCE, G.A.R. *O capital de risco no Brasil – uma contribuição à partir da experiência francesa*. Dissertação. São Paulo: FEA/USP, 1997.

COASE, R.H. *The Nature of the Firm*. Economica, 4, November, 1937, p – 386-405.

---

---

CORNELLI, F.; YOSHA, O., *Stage Financing and the Role of Convertible Debt*, CEPR, London. 1998. In: TYKŮOVÁ, Tereza; What Do Economists tell us about Venture Capital Contracts?, ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung ([www.zew.de](http://www.zew.de)), October 2000.

DA SILVEIRA. A.D.M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, São Paulo: FEA/USP, 2002.

DIEM, G. *The Information Deficiency Problem of Private Equity Fund-of-Funds: A Risk and Monitoring Management Perspective*. Dissertation/Thesis MBA in International Banking and Finance. England: University of Birmingham, 2002.

DINGEE, A.L.M.; Jr., LEONARD, E.S; HASLETT, B. *Characteristics of a Successful Entrepreneur*. Em: *How to Raise Venture Capital*, editado por Stanley E. Pratt. Nova York: Charles Scribner's Sons, pp. 15-26, 1982.

ENGEL, Dirk; *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation*. ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung<sup>73</sup> ([www.zew.de](http://www.zew.de)), Discussion Paper 02-02, 2002.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS - EAESP. *Normas para apresentação de monografias*. Biblioteca Karl. A. Boedecker, 2ª edição, 2001.

GOMPERS, P.A. *Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital*. The Journal of Finance, Volume 50, Issue 5, p. 1461-1489, December, 1995.

GOMPERS, P.A.; LERNER, J. *The venture capital cycle*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1999.

GORGULHO, L.F. *Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec*. Resumo de Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/rev\\_10a6.asp](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/rev_10a6.asp). Acesso em jan. 2003.

---

<sup>73</sup> Em inglês: Centre for European Economic Research

---



---

GORMAN, M.; SAHLMAN, W. What do venture capitalists do?, *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248, 1989, In: GOMPERS (1995).

HAMM, John. *Por que empreendedores não ganham escala*. Harvard Business Review (edição brasileira) Vol 80, nº. 12: p 86 – 91. Dezembro 2002.

HEWITT INVESTMENT GROUP, *In Brief: mezzanine debt*. May, 2001. Disponível em: [www.HewittInvestmentGroup.com](http://www.HewittInvestmentGroup.com). Acesso em jan.2003.

KAPLAN, S.N.; STRÖMBERG, P. *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, MA, April 2000.

KENNEY, M., *Note on venture capital*. University of California, May 2002. Disponível em: [www.altassets.net](http://www.altassets.net)

KINA, E. T. *O problema do exit em investimentos de risco no Brasil: uma análise detalhada da alternativa de saída através do IPO*. Dissertação de mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 2002.

KROMIRS, Michael, *An overview of the venture capital industry*. Venture Investment Associates, April 2002. Artigo disponível na Internet no endereço: [www.altassets.net](http://www.altassets.net)

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J.. *Private Equity in Emerging Markets: Rethinking the Approach*. *Journal of Applied Corporate Finance*, April 2002.

LEEDS, Rogers. *Private Equity in Brazil: Investing in Environmentally-Friendly SMEs*. Estudo de caso usado nos cursos promovidos pela The Paul H Nitze School of Advanced International Studies da Johns Hopkins University.

LEITE, C.R.; DE SOUZA, C.A. *Os fundos de "private equity" como uma alternativa de financiamentos de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa*. Artigo apresentado no V SEMEAD – FEA/USP, São Paulo, Junho 2001.

LERNER, J.; KORTUM, S. *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation* *Rand Journal of Economics*, 31. p. 674-692, Winter 2000.

---

---

LERNER, J.; PACANINS, G. *A note on Private Equity in Developing Countries*. Working paper utilizado para discussão em classe. Harvard Business School, March 2001.

LERNER, J.; SCHOAR, A. *Private equity in the developing world: the determinants of transaction structure (preliminary and incomplete version)*. Working Paper, s.d.

LINTZ, A. C. *Uma análise dos fatores condicionantes para o desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil*. Dissertação de mestrado. São Paulo: FEA/USP, 2000.

MAYER, BROWN & PLATT. *Investimentos de Private Equity na América Latina – Análise de Mercado*. Nova York, 2000.

MEKETA INVESTMENT GROUP, *Private equity primer*. April 2002. Vide website: [www.meketagroup.com](http://www.meketagroup.com)

MILGRON, P.R.; ROBERTS, J. *Economics, organizations and management*. Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1992.

MONTEZANO, R.M. *Capital de Risco – Uma alternative de financiamento – Venture Capital*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1983.

MURRAY, G.; MARRIOTT, R. *Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor?*, (s.d). Disponível em <http://ifise.unipv.it/Publications/RP-VCmodel.doc>

MURRAY, G. *The innovation trap – Why Europe's entrepreneurs are losing the global technology race*. Hot Topics. Warwick Business School, Vol 1, Number 3, June 1996.

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

PORTER, M. E. *The competitive advantage of nations: with a new introduction*. The Free Press. New York, 1998.

RENYI, L. *O processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco no Brasil: uma investigação empírica*. Dissertação de Mestrado, São Paulo: FEA/USP, 2000.

---

RIBEIRO, L.; DE ALMEIDA, M.I.R.; *A predominância da “venda estratégica” nas estratégias de capital de risco no Brasil: uma pesquisa empírica*. Artigo apresentado no VI SEMEAD – FEA/USP, São Paulo, Março de 2003.

SANDBERG, William R. *New Venture Performance*. Lexington Books, Massachusetts, 1986.

SANTOS, S.A. dos. *Criação de empresas de alta tecnologia – capital de risco e os bancos de desenvolvimento*. Instituto de Administração – FEA/USP. São Paulo: Pioneira, 1987.

SHEARBURN, J.; GRIFFITHS, B. *Private equity building blocks*. In: Pensions Week Magazine in Association with Goldman Sachs, Financial Times Business, London, April 2002a.

SHEARBURN, J.; GRIFFITHS, B. *Back to basics on private equity*. In: Pensions Week Magazine in Association with Goldman Sachs, Financial Times Business, London, April 2002b.

TYKVOVÁ, Tereza; *What Do Economists tell us about Venture Capital Contracts?*, ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung<sup>74</sup> ([www.zew.de](http://www.zew.de)), October 2000.

## JORNAIS E REVISTAS

BOLETIM INFORMATIVO NOVO MERCADO – BOVESPA. Chegam os fundos de investimento em participações. (2003, julho 24)., p. 1. Disponível em: [www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado32.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado32.pdf) . Acesso em 31 ago. 2003.

BRITO, Paloma. (2003, agosto 18). Refis II: adesões recebidas pela Receita Federal já chegam perto de 377 mil. INFO MONEY. Acesso em 1 set. 2003, na WWW: [http://www2.uol.com.br/infopessoal/noticias/IMPOSTOS\\_TOP\\_156811.shtml](http://www2.uol.com.br/infopessoal/noticias/IMPOSTOS_TOP_156811.shtml)

IN TEXTO – REVISTA DO MESTRADO DE COMUNICAÇÃO DA UFGRS, edição 4, 1998. Disponível em: [www.ilea.ufgrs.br/intexto/](http://www.ilea.ufgrs.br/intexto/)

---

<sup>74</sup> Em inglês: Centre for European Economic Research

---

---

ISTO É DINHEIRO. Disponível em: [www.terra.com.br/istoedinheiro](http://www.terra.com.br/istoedinheiro)

REVISTA PODER. Onde fica a saída? São Paulo, Edição número 22, Junho de 2002.

STRATUS. Brasil Venture News, No 17, 2002. Disponível em: [www.stratusbr.com](http://www.stratusbr.com)

VEJA ON-LINE. Disponível em: [www.uol.com.br/veja](http://www.uol.com.br/veja)

VENTURE EQUITY LATIN AMÉRICA, Volume I, No. 14, August 2002. Disponível em: [www.ve-la.com](http://www.ve-la.com)

## APRESENTAÇÕES

ADVENT INTERNATIONAL *Advent International – Global Private Equity*, por Patrice Etlin. Seminário publico de private equity e governança corporativa na EAESP-FGV. Junho 2002.

ATLANTIC-PACIFIC CAPITAL INC. *Private Equity in Emerging Markets: An Institutional Investor Perspective on what needs to change?*, por Michael Moreno. Seminar on Private Equity Investing in Emerging Markets – Johns Hopkins University / School of Advanced International Studies, February, 2002.

JP MORGAN PARTNERS. *Seminário publico de private equity e governança corporativa - Criação de valor*, por Francisco Silveyra. Seminário publico de private equity e governança corporativa na EAESP-FGV. Junho 2002.

LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS. *Regulação dos Fundos de Investimentos em Participações - FIPs e Governança Corporativa*, por Eduardo Boulos. Seminário Fundos de Pensão: Investimentos para a competitividade. São Paulo. Agosto 2003.

STRATUS INVESTIMENTOS. *As perspectivas de investimentos das EFPCs em veículos de “Participações Privadas de Longo Prazo de Maturação*, por Álvaro Gonçalves. Seminário Fundos de Pensão: Investimentos para a competitividade. São Paulo. Agosto 2003.

TMG. *Oportunidades de negócios no Brasil: Investimentos e Expectativas de Retorno, Consolidação da Indústria e Novos Players*, por Luiz F. Novelli Viana. Seminário publico de private equity e governança corporativa na EAESP-FGV. Junho 2002.

---

---

## ANEXOS

### A. Entrevistas realizadas

Álvaro Gonçalves, agosto de 2003;  
Stratus Investimentos ([www.stratusbr.com](http://www.stratusbr.com))  
Rua Funchal, 129 – 13º andar  
São Paulo, SP

André Burguer, agosto de 2003;  
SP Fundos ([www.sptec.com.br](http://www.sptec.com.br))  
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2012 – cj 114  
São Paulo, SP

André Emrich, agosto de 2003;  
FIR Capital ([www.fircapital.com](http://www.fircapital.com))  
Praça Carlos Chagas, 49 – 7º andar  
Belo Horizonte, MG

Camillo Stefano Maria Sicherle e Adriana Katalan Josua, março de 2003;  
Sicherle e Associados ([www.sealaw.com.br](http://www.sealaw.com.br))  
R Renato Paes de Barros, 778 - 5o andar  
São Paulo, SP

Emílio Loures, agosto de 2003;  
Intel Capital  
Av. Chucri Zaidan, 940 - 11o. andar  
São Paulo, SP

Patrick Ledoux; agosto de 2003;  
TMG Capital Partners  
R. Joaquim Floriano, 72 – 9º andar  
São Paulo, SP

Paulo Henrique de Oliveira Santos, agosto de 2003;  
Votorantim Ventures ([www.vventures.com.br](http://www.vventures.com.br))  
Rua Funchal, 263 – 15º andar  
São Paulo, SP

---

---

Pedro Faria, agosto de 2003;

Banco Pátria ([www.bancopatria.com.br](http://www.bancopatria.com.br))

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2055 – 7º andar

São Paulo, SP

Sérgio Godoy, agosto de 2003;

Eccelera ([www.eccelera.com](http://www.eccelera.com))

Av. Maria Coelho Aguiar, 215 – Bloco G – Piso Jardim

São Paulo, SP

---

---

## **B. Exigências tradicionais dos minoritários no Acordo de Acionistas**

Segundo, MAYER, BROWN & PLATT (2000), os investidores minoritários solicitarão direito de veto para as seguintes deliberações da empresa:

- Emissão de outras ações, obrigações, debêntures, participações, opções ou bônus de subscrição, reclassificação das ações, ou abertura de capital através da oferta pública inicial de ações;
- Resgate de ações;
- Alterações do ato constitutivo e do estatuto social da Empresa;
- Aumentos ou reduções do capital social da Empresa;
- Modificação do objeto social da Empresa;
- Participação em uma incorporação, cisão, fusão ou combinação de negócios da Empresa, ou venda ou transferência da totalidade ou quase totalidade dos ativos da Empresa;
- Liquidação ou dissolução da Empresa, ou pedido de falência ou concordata; e
- Mudança do número de conselheiros e composição do conselho de administração ou de qualquer comitê especial do mesmo.

Adicionalmente, o investidor minoritário buscará a necessidade de ter sua aprovação para:

- Nomeação e destituição do presidente da Empresa;
  - Aprovação e alteração do plano operacional da Empresa;
  - Aprovação e alteração dos orçamentos anuais de operações e de investimentos de capital da Empresa;
  - Endividamento
  - Estabelecimento de ônus e gravâmes;
-

- 
- Venda, aluguel, transferência ou compra de ativos fora do curso normal das atividades da Empresa;
  - Participação em qualquer incorporação, fusão ou combinação de empresas
  - Pagamento de dividendos;
  - Nomeação e destituição dos auditores externos da Empresa e dos examinadores requeridos por lei (se houver);
  - Celebração de contratos relacionados a gastos ou compromissos em montante superior ao estabelecido ou fora do curso normal das atividades;
  - Aprovação de qualquer contrato com partes relacionadas aos acionistas, conselheiros, diretores ou seus respectivos parentes;
  - Início das ações judiciais, ou consentimento a acordo ou admissão de responsabilidade quanto a qualquer litígio judicial;
  - Aprovação de contratos de trabalho e acordos de desligamento de administradores-chave; e
  - Qualquer dos assuntos mencionados anteriormente com relação a qualquer das subsidiárias da Empresa.
-



C. Cláusulas comuns em um contrato entre Investidor – Gestor de Fundos

	Percentual de contratos com cláusulas contratuais relacionadas a:		
	1978-1982	1983-1987	1988-1992
<i>Cláusulas relacionadas ao gerenciamento do fundo</i>			
Restrições no tamanho do investimento individual em determinada empresa	33,3	47,1	77,8
Restrições no uso de dívida pela sociedade	66,7	72,1	95,6
Restrições ao co-investimento com outros fundos administrados pela sociedade	40,7	29,4	62,2
Restrições ao reinvestimento dos ganhos da sociedade	3,7	17,6	35,6
<i>Cláusulas relacionadas ao tipo de investimento</i>			
Restrições a investimento em outros fundos	3,7	22,1	62,2
Restrições ao investimento em títulos negociados em bolsa	22,2	17,6	66,7
Restrições a investimentos em LBOs	0	8,8	60,0
Restrições a investimentos em títulos estrangeiros	0	7,4	44,4
Restrições a investimentos em outras classes de ativos	11,1	16,2	31,1

Fonte: Resumo adaptado de GOMPERS e LERNER (1999). Estudo realizado com 140 contratos de associação entre investidores e gestores de fundo de capital de risco.

## **D. Modelo de contrato social de empresa limitada<sup>75</sup> de acordo com o Código Civil/2002**

### **1. Qualificação completa dos sócios: (art. 997, I, do CC/2002)**

**PESSOA FÍSICA:** nome completo, nacionalidade, naturalidade, estado civil, regime de bens (se casado), data de nascimento (se solteiro), profissão, nº do CPF, documento de identidade, seu número, órgão expedidor e UF onde foi emitida (documentos válidos como identidade: carteira de identidade, certificado de reservista, carteira de identidade profissional, Carteira de Trabalho e Previdência Social, Carteira Nacional de Habilitação – modelo com base na Lei nº 9.503, de 23.9.97), domicílio e residência (tipo e nome do logradouro, número, bairro/distrito, município, Unidade Federativa e CEP);

solteiro menor de 18 anos: (art. 1.690, CC/2002)

- maior de 16 anos - deve ser assistido pelo pai, pela mãe ou tutor; constar também do preâmbulo a expressão “ASSISTIDO POR”, e a qualificação completa do(s) assistente(s);
- menor de 16 anos - deve ser representado pelo pai, pela mãe ou tutor; constar também do preâmbulo a expressão “REPRESENTADO POR” e a qualificação completa dos representantes.

se emancipado (maior 16 anos) constar da qualificação a forma da emancipação, arquivando, em separado, a prova da emancipação (art. 976, do CC/2002), feita antes o registro no Registro Público no caso de outorga pelos pais ou por sentença. (art. 9º)

sócio analfabeto: também o nome e a qualificação completa do procurador constituído, com poderes específicos, por instrumento público.

**PESSOA JURÍDICA:** nome empresarial, endereço completo da sede, e se sediada no Brasil, NIRE (número de identificação do registro de empresas) ou número atribuído no Cartório de Registro Civil das Pessoas Jurídicas e o nº do CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas); qualificação completa dos representantes da empresa no ato; (art. 997, I, CC/2002)

sócio domiciliado no exterior: nomear procurador no Brasil, com poderes para receber citação;

procurador: constar do preâmbulo, após o nome e qualificação completa do sócio: “REPRESENTADO POR SEU PROCURADOR, NOME E QUALIFICAÇÃO COMPLETA, juntado ao processo o respectivo instrumento de mandato”.

### **2. Indicação do tipo jurídico da sociedade: sociedade limitada.**

### **3. Nome empresarial: (art. 997, II e art. 1.158, CC/2002)**

---

<sup>75</sup> Fonte: [www.dnrc.gov.br/Servicos\\_dnrc/Orientacoes\\_e\\_modelos/elaboracao\\_contrato.htm](http://www.dnrc.gov.br/Servicos_dnrc/Orientacoes_e_modelos/elaboracao_contrato.htm)

- 
- não pode conter as expressões “ME” ou “EPP”;
  - não pode ser idêntico ou semelhante a nome já protegido isto é, anteriormente registrado;
  - a composição do nome deve observar as regras gerais e as próprias do tipo escolhido (firma social ou denominação).
4. Endereço comercial da sede e de filiais declaradas: (art. 997, II, CC/2002)
- Tipo e nome do logradouro, número, complemento, bairro/distrito, município, UF e CEP.
5. Objeto social: (art. 997, II, CC/2002)
- Declaração precisa e detalhada das atividades a serem desenvolvidas, mencionando gênero e espécie. (art. 56, II, da Lei nº 8.884, de 11.7.94).
6. Capital social (art. 997, III e IV, CC/2002)
- indicação numérica e por extenso do total do capital social;
  - mencionar o valor nominal de cada quota, que pode ter valor desigual;
  - mencionar o total de quota(s) de cada sócio;
  - declarar a forma e o prazo de integralização do capital;
  - se houver sócio menor, o capital deverá estar totalmente integralizado;
  - integralização com bem imóvel: descrição e identificação do imóvel, sua área, dados relativos a sua titulação, número de matrícula no Registro de Imóveis e autorização do cônjuge no instrumento contratual com a referência pertinente, salvo se o regime de bens for o de separação absoluta.
7. Responsabilidade dos sócios: (art. 1.052, CC/2002)
- Declaração da responsabilidade dos sócios ser restrita ao valor de suas quotas e, solidariamente, pela integralização do capital social.
8. Prazo de duração da sociedade: (art. 997, II, CC/2002)
- Indicar o prazo de duração indeterminado ou determinado (neste caso indicar o início e o fim da sociedade).
9. Administração: (art. 997, VI, art. 1.060, art. 1.061, 1.062, art. 1.063 e 1.064 todos do CC/2002)
- Designar pessoa(s) naturais, caso não se ajuste esta indicação em ato separado, para administrador(es) da sociedade, as atribuições e poderes, entre eles o de usar do nome empresarial. Indicar o prazo de gestão, se determinado.
-

- O contrato pode estabelecer a designação de administrador NÃO sócio. Dependerá de aprovação de todos os sócios, se o capital não estiver integralizado e de no mínimo dois terços, se totalmente integralizado. (art. 1.061, CC/2002)
- sócio menor – somente se emancipado;
- estrangeiro, apresentar a carteira de identidade com o visto permanente.

10. Cessão de quotas. (artigos 1.003 e 1.056, CC/2002)

11. Falecimento/interdição de sócio. (artigos 1.028 e 1.031, CC/2002)

12. Data de encerramento do exercício social: indicar a data do término de cada exercício, para a elaboração do inventário, do balanço patrimonial e do balanço do resultado econômico (art. 1.065, CC/2002) e a referência ao julgamento das contas no primeiro quadrimestre seguinte ao término do exercício social pelos sócios (art. 1.078, CC/2002) e à colocação destes documentos à disposição dos sócios não administradores, até trinta dias antes da reunião ou da assembléia de sócios. (art. 1.078, § 1º, CC/2002 )

13. Participação dos sócios nos lucros e perdas: indicação da participação proporcional dos sócios nos lucros se outro ajuste não for estipulado. (art. 997, VII, CC/2002)

14. Cláusula de inexistência de impedimento para o(s) administrador(es) se não apresentada esta declaração em separado. (art. 1.011, CC/2002)

15. Foro: indicar o domicílio onde se exercitem e cumpram os direitos e obrigações deles resultantes. (arts. 53, III, “e” do Dec. 1.800/96)

16. Inserir cláusulas facultativas desejadas.

17. Local e data (dia, mês e ano).

18. Assinatura dos sócios ou dos seus procuradores no fecho do contrato social, com a reprodução de seus nomes. Observação: sócio menor de 16 anos, o ato será assinado pelo representante do sócio; - sócio maior de 16 e menor de 18 anos, o ato será assinado, conjuntamente, pelo sócio e seu assistente.

19. Visto de advogado: visto/assinatura de advogado, com a indicação do nome e do número de inscrição na OAB/Seccional (este visto é dispensado para o contrato social de microempresa e de empresa de pequeno porte). (art. 1º, § 2º, da Lei nº 8.906, de 4.7.94 e art. 6º, parágrafo único, da Lei nº 9.841, de 5.10.99)

---

20. Rubricar as demais folhas não assinadas. (inciso I, art. 1º, Lei 8.934/94).

21. Assinatura das testemunhas: serão grafadas com a indicação do nome do signatário, por extenso e de forma legível, com o número da identidade, órgão expedidor e UF.

Observação: o documento não pode conter rasuras, emendas ou entrelinhas sem expressa ressalva dos sócios.

---

## **E. Texto integral da Instrução CVM No 209/94 (com atualizações até 30/07/03)**

**ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nºs 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02**

**INSTRUÇÃO CVM Nº 209, DE 25 DE MARÇO DE 1994**

*Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.*

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 15 de março de 1994, e tendo em vista o disposto na RESOLUÇÃO Nº 1.787, de 1º de fevereiro de 1991, do Conselho Monetário Nacional e no art. 19 da LEI Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,

RESOLVEU:

### **CAPÍTULO I**

#### **DA CONSTITUIÇÃO E DAS CARACTERÍSTICAS**

Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes".

~~§ 1º Entende-se por empresas emergentes as companhias que apresentem faturamento líquido anual inferior ao equivalente, em moeda corrente nacional a 30.000.000 (trinta milhões) de URV's (Unidade Real de Valor), apurado no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.~~

~~§ 1º Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.~~

*§ 1º com redação dada pela Instrução CVM Nº 253, de 14 de agosto de 1996.*

§ 1º Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão. (NR)

*§ 1º com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.*

§ 2º O limite previsto no § 1º deste artigo será determinado no momento do primeiro investimento, mas não terá aplicação quando o Fundo subscrever ou efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquelas mesmas companhias.

~~§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja igual ou maior que o valor em moeda corrente nacional a 60.000.000 (sessenta milhões) de URV's.~~

~~§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais).~~

*§ 3º com redação dada pela Instrução CVM Nº 253, de 14 de agosto de 1996.*

§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de Reais). (NR)

*§ 3º com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.*

~~§ 4º É vedado ao Fundo investir em sociedade na qual quotistas ou administradores do Fundo, ou respectivos cônjuges ou parentes até o 2º grau, participem, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, em percentagem superior a 10% do capital social, ou na qual ocupem cargos de~~

~~administração, ressalvado o exercício, pelos administradores do Fundo, de cargos em órgãos exclusivamente consultivos das sociedades de que participem.~~

§ 4º É vedado ao Fundo investir em sociedade na qual quotistas ou administradores do Fundo, ou respectivos cônjuges ou parentes até o 2º grau, participem, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, em percentagem superior a 10% do capital social, ou na qual ocupem cargos de administração, ressalvado o exercício, pelos administradores do Fundo, de cargos obtidos em função do exercício dos direitos relativos aos valores mobiliários integrantes de carteiras por eles administradas na qualidade de administradores de carteiras de terceiros. (NR)

*§ 4º com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

Art. 2º O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. O prazo de duração será prorrogável, uma única vez, por até mais 5 (cinco) anos, por aprovação de 2/3 da totalidade das quotas emitidas, em Assembléia Geral especialmente convocada com esta finalidade.

Art. 3º Uma vez constituído o Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento.

§ 1º A autorização para funcionamento do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes dependerá do cumprimento dos seguintes requisitos:

I - prévio registro de distribuição pública de quotas, se for o caso (art. 22, parágrafo único):

~~II - comprovação da integralização da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial;~~

II - comprovação da subscrição da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial: (NR)

*Inciso II com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

III - termo de constituição do Fundo, registrado no Cartório de Títulos e Documentos.

~~§ 2º A integralização total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da deliberação de sua emissão se destinada a colocação privada.~~

~~§ 2º A subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da deliberação de sua emissão se destinada a colocação privada.~~

*§ 2º com redação dada pela Instrução CVM nº 236, de 6 de junho de 1995.*

~~§ 2º A integralização total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da deliberação de sua emissão se destinada à colocação privada.~~

*§ 2º com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.*

§ 2º A subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da autorização para constituição do fundo, se destinada a colocação privada. (NR)

*§ 2º com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

~~§ 3º Somente será permitida a emissão de quotas que possuam valor equivalente, em moeda corrente nacional, a no mínimo 100.000 (cem mil) URV's.~~

§ 3º Somente será permitida a emissão de quotas de valor igual ou superior a R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais).

*§ 3º com redação dada pela Instrução CVM Nº 246, de 18 de março de 1996.*

---

~~§ 3º Somente será permitida a emissão de quotas de valor igual ou superior a R\$ 10.000,00 (dez mil reais).~~

~~§ 3º com redação dada pela Instrução CVM Nº 253, de 14 de agosto de 1996.~~

§ 3º Somente será permitida a emissão de quotas de valor igual ou superior a R\$ 20.000,00 (vinte mil Reais). (NR)

*§ 3º com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.*

§ 4º O Superintendente de Relações com Investidores Institucionais da CVM, em virtude de solicitação fundamentada e a seu exclusivo critério, pode prorrogar o prazo previsto no § 2º, por um período de no máximo 60 (sessenta) dias. (NR)

*§ 4º acrescentado pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

Art. 4º O regulamento do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes deverá obrigatoriamente dispor sobre:

- I - qualificação da instituição administradora;
- II - política de investimento a ser adotada pelo administrador, ativos que poderão compor a Carteira do Fundo, e o estabelecimento da política de diversificação;
- III - taxa de ingresso ou critério para sua fixação;
- IV - remuneração do administrador;
- V - disponibilidade de informações para os quotistas, observado o disposto no capítulo IX;
- VI - despesas e encargos do Fundo;
- VII - possibilidade ou não de novas emissões;
- VIII - possibilidade e condições de amortização de quotas;
- IX - competência da Assembléia Geral de quotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, observado o disposto no Capítulo IV.

~~Parágrafo único. As taxas, despesas e prazos serão idênticos para todos os quotistas.~~

§ 1º As taxas, despesas e prazos serão idênticos para todos os quotistas. (NR)

*Primitivo parágrafo único renumerado para § 1º pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

§ 2º O administrador pode estabelecer que parcelas da taxa de administração sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços contratados, desde que o somatório dessas parcelas não exceda o montante total da taxa de administração fixada no regulamento do fundo. (NR)

*§ 2º acrescentado pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

Art. 5º Dependem de aprovação da Comissão de Valores Mobiliários os seguintes atos relativos ao Fundo:

- I - alteração do regulamento;
- II - indicação e substituição do diretor responsável pela administração do Fundo (art. 6º, § 2º);
- III - substituição do administrador;
- IV - fusão;
- V - incorporação;
- VI - cisão;
- VII - liquidação;
- VIII - emissão de novas quotas.

§ 1º Os atos previstos nos incisos II, III, e VIII deverão ser submetidos à Comissão de Valores Mobiliários previamente à sua formalização.

---



§ 2º O Banco Central do Brasil será informado pela Comissão de Valores Mobiliários da autorização para funcionamento do Fundo, bem como dos casos previstos nos incisos II a VII deste artigo, nos casos em que o Administrador seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

## CAPÍTULO II DA ADMINISTRAÇÃO

Art. 6º A administração do FUNDO, compete à pessoa física ou jurídica autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

§ 1º A administração do Fundo, quando exercida por pessoa jurídica, ficará sob a supervisão e responsabilidade direta de diretor da instituição administradora.

~~§ 2º A administração do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes que tenha suas quotas colocadas ou negociadas publicamente será exercida exclusivamente por banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, instituições financeiras públicas, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, autorizados previamente a exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.~~

§ 2º Quando a administração do Fundo não for exercida por instituição financeira ou integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de colocação, emissão e resgate de quotas e de tesouraria, tais como:

I - abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do Fundo;

II - recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de quotas, e pagamento quando do resgate de quotas ou liquidação do Fundo;

III - recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos;

IV - liquidação financeira de todas as operações do Fundo. (NR)

### *§ 2º e incisos com redação dada pela Instrução CVM nº 225, de 20 de dezembro de 1994.*

Art. 7º O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais.

§ 1º O administrador poderá, igualmente, abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos e valores mobiliários, transigir, praticar, enfim, todos os atos necessários à administração da carteira, observadas as disposições desta Instrução.

§ 2º As instituições custodiantes dos títulos e valores mobiliários do Fundo somente poderão acatar ordens assinadas pelo(s) representante(s) legal(ais) ou mandatário do administrador, devidamente credenciado(s) junto a ele para esse fim (art. 11, inciso VI).

Art. 8º O administrador poderá, mediante aviso prévio de no mínimo 60 (sessenta) dias, endereçado a cada quotista, renunciar à administração do Fundo, devendo comunicar imediatamente o fato à Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Em se tratando de Fundos com quotas negociadas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado, deverá ser adotado pelo administrador a mesma divulgação dispensada a fato relevante.

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, no uso de suas atribuições legais, poderá descredenciar o administrador que deixar de cumprir as normas vigentes.

§ 1º O processo de descredenciamento terá início mediante notificação da Comissão de Valores Mobiliários ao administrador, com indicação dos fatos que o fundamentaram e do prazo para apresentação de defesa, não inferior a 15 (quinze) dias contados da data de recebimento da respectiva notificação.

§ 2º A decisão da Comissão de Valores Mobiliários que descredenciar o administrador será fundamentada, cabendo recurso ao Conselho Monetário Nacional, sem efeito suspensivo, no prazo de 15 (quinze) dias contados da data de recebimento da respectiva comunicação.

Art. 10. Nas hipóteses de renúncia e descredenciamento, ficará o administrador obrigado a convocar, imediatamente, a Assembleia Geral para eleger seu substituto, sendo facultado aos quotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, em qualquer caso, ou à Comissão de

Valores Mobiliários, nos casos de credenciamento, a convocação da assembleia geral, caso o administrador não o faça no prazo de 15 (quinze) dias contados do evento.

Parágrafo único. O administrador deverá permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.

### CAPÍTULO III

#### DAS OBRIGAÇÕES DO ADMINISTRADOR

Art. 11. Incluem-se entre as obrigações do administrador:

I - manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

- a) os registros de quotistas e de transferências de quotas;
- b) o livro de atas das assembleias gerais;
- c) o livro de presença de quotistas;
- d) o arquivo dos pareceres dos auditores;
- e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do Fundo;
- f) a documentação relativa às operações do Fundo, no período de cinco anos.

II - receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores do Fundo;

III - exercer ou alienar os direitos de subscrição de ações e outros valores mobiliários;

IV - empregar, na defesa dos direitos dos quotistas, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários a assegurá-los, inclusive ações, recursos e exceções;

V - custear as despesas de propaganda do Fundo;

VI - manter custodiados em banco comercial, banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, bolsa de valores ou entidade de custódia autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, os títulos e valores mobiliários integrantes do Fundo;

VII - o pagamento de multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;

VIII - elaborar parecer a respeito das operações e resultados do Fundo, anualmente, encaminhando as demonstrações financeiras, do qual conste, entre outras informações e/ou comentários necessários, declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do Regulamento do Fundo;

IX - elaborar estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas, mantendo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e decisões tomadas;

X - atualizar periodicamente os estudos e análises, permitindo perfeito acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis cursos de ação que maximizem o resultado do investimento.

Parágrafo único. Qualquer benefício ou vantagem que o administrador venha a obter, que não esteja prevista no regulamento, deve ser imediatamente repassada para o Fundo.

### CAPÍTULO IV

#### DA ASSEMBLÉIA GERAL

Art. 12. Compete privativamente à Assembleia Geral de quotistas:

I - tomar, anualmente, as contas relativas ao Fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;

II - alterar o regulamento do Fundo;

III - deliberar sobre a substituição do administrador;

IV - deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do Fundo;

V - deliberar sobre a emissão de novas quotas;

VI - deliberar sobre alterações na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do Fundo.

Parágrafo único. O regulamento do Fundo poderá ser alterado independentemente de Assembléia Geral ou de consulta aos quotistas sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à expressa exigência da Comissão de Valores Mobiliários, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos quotistas, quando for o caso.

Art. 13. A convocação da Assembléia Geral far-se-á na forma estipulada no Regulamento do Fundo.

§ 1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, será considerada regular a Assembléia Geral à qual comparecerem todos os quotistas.

§ 2º A Assembléia Geral poderá ser convocada pela instituição administradora ou por quotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de quotas emitidas pelo Fundo.

Art. 14. Na Assembléia Geral, que poderá ser instalada com qualquer número, as deliberações serão tomadas pelo critério da maioria de quotas dos presentes, correspondendo a cada quota um voto, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15.

Parágrafo único. Deverão ser aprovadas pela maioria das quotas emitidas as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos III, IV e VI, do art. 12, e, salvo se já prevista no Regulamento, a emissão de novas quotas (inciso V, do art. 12).

Art. 15. As deliberações da Assembléia Geral poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada em carta, telex ou telegrama dirigido pela instituição administradora a cada quotista para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias.

§ 1º Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

§ 2º A ausência de resposta será considerada como anuência por parte dos quotistas, desde que tal interpretação seja autorizada expressamente pelo regulamento do Fundo e conste da própria consulta.

§ 3º O "quorum" das deliberações tomadas na forma deste artigo será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria.

Art. 16. Somente poderão votar na Assembléia Geral os quotistas inscritos no "Registro dos Quotistas" ou na conta de depósito, conforme for o caso, 3 (três) dias antes da data fixada para sua realização.

Art. 17. Terão qualidade para comparecer à Assembléia Geral ou para votar no processo de deliberação por consulta, os representantes legais dos quotistas ou seus procuradores legalmente constituídos.

## CAPÍTULO V

### DA EMISSÃO, COLOCAÇÃO, NEGOCIABILIDADE E RESGATE DE QUOTAS

Art. 18. As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes corresponderão a frações ideais de seu patrimônio e assumirão a forma nominativa.

§ 1º As quotas poderão ser representadas por Certificados de Investimento ou mantidas em contas de depósitos em nome de seus titulares, conforme estabelecer o regulamento do Fundo.

§ 2º A propriedade das quotas nominativas presume-se pelo registro do nome do quotista no livro de "Registro de Quotas Nominativas" ou da conta de depósito das quotas, aberta em nome do quotista.

Art. 19. O Certificado de Investimento, quando dotado, conterá:

I - a denominação "CERTIFICADO DE INVESTIMENTO";

II - o nome do Fundo e o número de seu registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;

III - as seguintes informações sobre a instituição administradora:

a) denominação e local da sede;

b) referência à autorização da Comissão de Valores Mobiliários (art. 3º);

c) número de registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;

IV - nome do quotista;

V - número de ordem do certificado;

VI - quantidade de quotas por ele representadas;

VII - local e data de emissão;

VIII - assinatura autorizada do administrador ou do diretor responsável do administrador, admitida a chancela mecânica.

Art. 20. O Certificado de Investimento ou o extrato de conta de depósito representará número inteiro e/ou fracionário de quotas pertencentes ao quotista, conforme os registros do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes.

~~Artigo 21. Somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão as quotas do Fundo que tenham sido objeto de distribuição pública previamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no parágrafo único do artigo 22.~~

Art. 21. Somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão as quotas do Fundo que tenham sido objeto de distribuição pública previamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários. (NR)

***"Caput" com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.***

§ 1º As quotas do Fundo só poderão ser negociadas, no mercado de bolsas ou de balcão, após a integralização do preço de emissão.

§ 2º Na hipótese das quotas de Fundo serem admitidas em bolsa de valores, só poderão ocorrer negociações com estas quotas fora de bolsa, nas seguintes hipóteses:

I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;

II - quando relativas à negociação privada.

§ 3º As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes somente poderão ser objeto de colocação junto ao público através de banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, atendidas as formalidades exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º A colocação pública de quotas do Fundo será precedida de anúncio de início de distribuição, previamente aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários, do qual constem as informações necessárias para o investidor, publicado em jornal de grande circulação da(s) localidade(s) em que seja efetuada a distribuição.

§ 5º Aplicam-se às quotas dos Fundos o disposto na DELIBERAÇÃO CVM Nº 20, de 15/02/85, ou seja, a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo, torna pública a negociação.

Art. 22. O pedido de registro de distribuição de quotas na Comissão de Valores Mobiliários será formulado pelo administrador, instruído com os seguintes documentos:

I - deliberação do administrador relativa ao projeto de constituição do Fundo, da qual deverá constar o inteiro teor do seu regulamento, registrado no Cartório de Títulos e Documentos situado na sede do administrador, e o patrimônio inicial do Fundo;

II - indicação do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo, se for o caso;

III - outros documentos que sejam necessários à completa divulgação da distribuição.

~~§ 1º A critério da Comissão de Valores Mobiliários poderá ser dispensado o prévio registro quando a distribuição pública:~~

§ 1º A critério da Comissão de Valores Mobiliários poderá ser dispensado o prévio registro quando a distribuição pública: (NR)

***"Caput" do § 1º com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.***

~~I - restringir a subscrição a valores superiores a 200.000 (duzentos mil) URV's por investidor; ou~~

I - restringir a subscrição a valores superiores a R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil Reais) por investidor; ou (NR)

***Inciso I com redação dada pela Instrução CVM nº 363, de 2 de abril de 2002.***

II - destinar-se a um público investidor constituído de no máximo 35 pessoas.

§ 2º Negociações secundárias das quotas objeto da distribuição a que se refere o parágrafo 1º, deste artigo, deverão observar os requisitos previstos nesse parágrafo 1º.

Art. 23. A emissão, subscrição e integralização de quotas atenderão aos termos, condições e valores estipulados no Regulamento e informados no processo de registro de distribuição na Comissão de Valores Mobiliários, quando for o caso.

§ 1º Todas as quotas do Fundo asseguram os mesmos direitos a seus detentores.

§ 2º No ato de subscrição das quotas o subscritor assinará a lista ou boletim individual de subscrição, que serão autenticados pelo administrador, ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e integralização das quotas.

§ 3º Da lista ou boletim de subscrição deverão constar:

I - nome e qualificação do subscritor;

II - número de quotas subscritas;

III - preço de subscrição e valor total a ser integralizado;

~~IV - data de integralização.~~

IV - informações sobre o prazo para integralização das quotas. (NR)

***Inciso IV com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.***

§ 4º A subscrição poderá ser feita por meio de carta dirigida à instituição administradora observadas as disposições deste artigo.

Art. 24. As importâncias recebidas na integralização de quotas deverão ser depositadas em banco comercial, em nome do Fundo em organização, sendo obrigatória sua imediata aplicação em títulos de renda fixa, públicos ou privados.

Parágrafo único. Caso não seja obtida a autorização nos termos previstos no art. 3º, os recursos financeiros do Fundo serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções dos valores integralizados, corrigidos monetariamente, acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do Fundo.

Art. 25. Nos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes não haverá resgate de quotas, a não ser pelo término do prazo de duração ou liquidação do Fundo.

## CAPÍTULO VI

### DA COMPOSIÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO DA CARTEIRA

Art. 26. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.

§ 1º A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

§ 2º Para atendimento do limite mínimo previsto no "caput" deste artigo, admitir-se-á que as posições diárias em valores mobiliários de empresas emergentes atinjam a 50% (cinquenta por cento) do valor total das aplicações, desde que a média, a cada 180 (cento e oitenta) dias, obedeça ao percentual mínimo de 75% (setenta e cinco por cento) do valor total das aplicações.

§ 3º O desenquadramento do Fundo aos limites estabelecidos neste artigo e seus parágrafos, por um período corrido de 360 dias implicará obrigatoriamente na distribuição dos valores correspondentes a seus quotistas.

Art. 27. Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes deverão, obrigatoriamente, destacar em seus prospectos os riscos inerentes à concentração da carteira resultante de suas aplicações.

Art. 28. As ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários serão sempre expedidas com identificação precisa do Fundo.

## CAPÍTULO VII

## DOS ENCARGOS DO FUNDO

Art. 29. Constituirão encargos do Fundo, além da remuneração de que trata o inciso IV, do artigo 4º, as seguintes despesas, que poderão ser debitadas pelo administrador:

I - taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do Fundo;

II - despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e periódicos, previstas nesta Instrução ou na regulamentação pertinente;

III - despesas com correspondência do interesse do Fundo, inclusive comunicações aos quotistas;

IV - honorários e despesas dos auditores encarregados da revisão das demonstrações financeiras do Fundo e da análise de sua situação e da atuação do administrador, inclusive com relação à política de investimento fixada nos estatutos e prospectos;

V - emolumentos e comissões pagas por operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários do Fundo;

VI - honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do Fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, imputada ao Fundo, se for o caso;

VII - parcela de prejuízos eventuais não decorrentes diretamente de culpa ou negligência do administrador no exercício de suas funções;

VIII - prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas à transferência de recursos do Fundo entre bancos;

IX - quaisquer despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do Fundo e à realização de Assembléia Geral de quotistas;

X - taxa de custódia de títulos e valores mobiliários do Fundo.

Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos do Fundo correrão por conta do administrador.

## CAPÍTULO VIII

### DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Art. 30. O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes terá escrituração contábil própria.

Art. 31. As demonstrações financeiras do Fundo estarão sujeitas às normas de escrituração expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão auditados, anualmente, por auditor independente, registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. As demonstrações financeiras das empresas emergentes cujos valores mobiliários constem da carteira do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes deverão ser auditadas, anualmente, por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

## CAPÍTULO IX

### DAS INFORMAÇÕES

Art. 32. Deverá ser fornecido ao investidor, obrigatória e gratuitamente, no ato de seu ingresso como quotista do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, contra recibo:

I - exemplar do regulamento do Fundo, referido no art. 4º;

II - breve histórico sobre o administrador;

III - documento de que constem claramente as despesas com comissões ou taxa de subscrição, distribuição e outras com que o investidor tenha de arcar.

Art. 33. O administrador do Fundo é obrigado a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante a ele atinente, de modo a garantir a todos os quotistas acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à permanência no Fundo e aos demais investidores quanto à aquisição das quotas.

Art. 34. O administrador do Fundo deverá remeter à Comissão de Valores Mobiliários:

I - semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento desse período, as seguintes informações:

- a) valor patrimonial da quota;
- b) composição da carteira, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram;
- c) balanço e demais demonstrações financeiras do Fundo;
- d) relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira.

II - anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

- a) balanço anual e demais demonstrações financeiras acompanhadas de parecer do auditor independente;
- b) o valor patrimonial da quota;
- c) os encargos debitados ao Fundo, conforme disposto no art. 29, devendo ser especificado seu valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio mensal do Fundo;

Parágrafo único. No caso do Fundo ter suas quotas admitidas a negociação no mercado, o administrador deverá fazer publicar, nos termos do § 4º do art. 21, o balanço e demais demonstrações financeiras anuais e parecer de auditoria no prazo de 90 (noventa) dias do encerramento do exercício.

Art. 35. O administrador deverá colocar à disposição dos quotistas, além das informações previstas no art. 34:

I - semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

- a) movimentação da carteira no semestre em valores mobiliários emitidos pelas empresas emergentes; e
- b) balanço e demonstrações financeiras semestrais das empresas emergentes emissoras dos valores mobiliários constantes da carteira do Fundo;

II - anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do período, as seguintes informações:

- a) movimentação no exercício da carteira em valores mobiliários emitidos pelas empresas emergentes;
- b) balanço e demonstrações financeiras anuais, acompanhadas do parecer de auditor independente, das empresas emergentes emissoras dos valores mobiliários constantes da carteira do Fundo.

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá a qualquer tempo requisitar as informações previstas neste artigo.

Art. 36. O administrador deverá remeter anualmente ao quotista:

- I - Saldo do quotista em número de quotas e valor;
- II - comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Art. 37. Qualquer texto publicitário para oferta de quotas, anúncio ou promoção do Fundo não poderá divergir do conteúdo do seu regulamento.

Parágrafo único. Caso o texto publicitário apresente incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a Comissão de Valores Mobiliários poderá exigir que as retificações e os esclarecimentos sejam veiculados, com igual destaque, através do(s) veículo(s) usado(s) para divulgar o texto publicitário original.

## CAPÍTULO X DAS VEDAÇÕES

Art. 38. É vedado ao administrador, em nome do Fundo:

- I - receber depósito em conta corrente;
- II - contrair ou efetuar empréstimos sob qualquer modalidade;
- III - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;
- IV - negociar com duplicatas, notas promissórias, excetuadas aquelas de que trata a INSTRUÇÃO CVM Nº 134, de 01 de novembro de 1990, ou outros títulos não autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários;

V - prometer rendimento predeterminado aos quotistas;

VI - aplicar recursos:

a) no exterior;

b) na aquisição de bens imóveis;

c) na subscrição ou aquisição de ações de sua própria emissão.

Art. 39. É vedado ao administrador vender à prestação quotas do Fundo.

## CAPÍTULO XI

### DO PRAZO DE CONCESSÃO DAS AUTORIZAÇÕES

Art. 40. Serão concedidas, no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data do protocolo de entrada do pedido na Comissão de Valores Mobiliários, devidamente instruído com a respectiva documentação, as autorizações previstas nesta Instrução.

Art. 41. A autorização considerar-se-á automaticamente concedida se o pedido não for denegado no prazo referido no art. 40.

Parágrafo único. O pedido não instruído com a documentação pertinente será liminarmente indeferido, informando-se o requerente da decisão.

Art. 42. O prazo de 30 (trinta) dias será suspenso uma única vez, se a Comissão de Valores Mobiliários solicitar documentos ou informações adicionais necessárias ao exame do pedido de autorização ou condicioná-la a modificações na documentação pertinente.

§ 1º Será concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias, contados do recebimento, pelo requerente, da correspondência respectiva, para o atendimento das eventuais exigências, sob pena de ser denegado o pedido.

§ 2º É assegurado à Comissão de Valores Mobiliários, para manifestação final, período correspondente a 5 (cinco) dias úteis, caso o restante do prazo previsto no "caput" seja inferior.

Art. 43. A denegação do pedido de autorização será comunicada ao interessado através de carta com Aviso de Recebimento (AR).

## CAPÍTULO XII

### DAS DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 44. Aplica-se ao administrador ou à instituição administradora, e a seus administradores diretamente responsáveis pela administração do Fundo, o disposto no artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, independentemente de outras sanções legais cabíveis.

~~Artigo 45. O administrador que não encaminhar à Comissão de Valores Mobiliários as informações previstas nesta Instrução, ficará sujeito à multa cominatória diária de 69,20 (sessenta e nove vírgula vinte) UFIR's diárias, que incidirá a partir do primeiro dia útil subsequente ao término dos prazos determinados para o cumprimento da obrigação, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores nos termos do inciso V, do artigo 9º e artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.~~

Art. 45 O administrador que não encaminhar à Comissão de Valores Mobiliários as informações previstas nesta Instrução, ficará sujeito à multa cominatória diária de R\$ 200,00 (duzentos reais), que incidirá a partir do primeiro dia útil subsequente ao término dos prazos determinados para o cumprimento da obrigação, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores nos termos do inciso V, do art. 9º e art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (NR)

*Artigo com redação dada pela Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002.*

Art. 46. Aplicam-se aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as normas estabelecidas na INSTRUÇÃO CVM Nº 13 de 30/08/80.

Art. 47. Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

THOMÁS TOSTA DE SÁ

PRESIDENTE



## F. Texto integral da Instrução CVM No 391/03

### INSTRUÇÃO CVM Nº 391, DE 16 DE JULHO DE 2003

*Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.*

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 14 de julho de 2003, tendo em vista o disposto nos arts. 2º, inciso IX; 8º, inciso I, e 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

#### CAPÍTULO I

##### DO ÂMBITO E DA FINALIDADE

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações.

#### CAPÍTULO II

##### DA CONSTITUIÇÃO E DAS CARACTERÍSTICAS

Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

§1º Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.

§2º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:

- I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle,
- II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda,
- III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

§ 3º O regulamento do fundo deverá estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo.

§ 4º As companhias fechadas referidas no *caput* deverão seguir as seguintes práticas de governança:

- I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e
- VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

§ 5º O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.

§ 6º Da denominação do fundo deverá constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescidos nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo.

Art. 3º O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM.

Art. 4º O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos:

I - ato de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em 3 (três) vias, devidamente rubricadas e assinadas, acompanhado de certidão comprobatória de seu registro em cartório de títulos e documentos;

II - declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no § 4º do art. 9º, se for o caso;

III - declaração indicando o nome do auditor independente.

IV - informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, todos os custos incorridos, e outras informações relevantes sobre a distribuição;

V - material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver;

VI - qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores;

VII - breve descrição da qualificação e da experiência profissional do corpo técnico do administrador e do gestor, se houver, na função de gestão ou administração de carteira.

Art. 5º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Art. 6º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre:

I - prazo máximo para a integralização das cotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento, a contar da respectiva data de registro na CVM;

II - qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora;

III - política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

IV - regras e prazo limite para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor;

V - regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações mencionadas no art. 2º, a partir de cada integralização de capital e, sobre a restituição do capital ou prorrogação deste prazo, no caso de não concretização do investimento no prazo estabelecido;

VI - procedimento para eventual celebração de novo compromisso de investimento, e critérios detalhados sobre a avaliação das cotas adquiridas depois da subscrição inicial;

VII - taxa de ingresso e/ou de saída a ser paga pelo cotista, e critério para sua fixação;

VIII - metodologia para determinação do valor de contabilização dos ativos do fundo, inclusive quanto aos critérios de provisionamento e baixa de investimentos;

IX - remuneração do administrador ou critério para sua fixação, podendo incluir taxa de administração e de performance;

X - informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação;

XI - despesas e encargos do fundo;

XII - possibilidades de amortização, com as respectivas condições, respeitado o disposto no Capítulo VI desta Instrução;

XIII - competência da assembléia geral de cotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação;

XIV - prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;

XV - indicação de possíveis conflitos de interesses;

XVI – processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;

XVII - existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver;

XVIII – regras para a substituição do administrador;

XIX – tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos;

XX – hipóteses de liquidação do fundo;

XXI – possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos; e

XXII – data de encerramento do exercício social.

Parágrafo Único. É vedado ao fundo a realização de operações com derivativos, exceto quando tais operações sejam realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial através de operações com opções que tenham como ativo subjacente valor mobiliário que integre a carteira do fundo ou no qual haja direito de conversão.

Art. 7º Deverão ser comunicados à CVM, no prazo de até 8 (oito) dias contados de sua deliberação em assembléia geral, os seguintes atos relativos ao fundo:

I – alteração do regulamento;

II – substituição do administrador;

III – fusão;

IV – incorporação;

V – cisão;

VI – liquidação; e

VII – distribuição de novas cotas.

§ 1º A deliberação sobre quaisquer das matérias indicadas nos incisos I a VI deste artigo somente produzirá efeitos a partir da data de protocolo na CVM da cópia da ata da assembléia geral, com o inteiro teor das deliberações, e do regulamento do fundo consolidado, se for o caso.

§ 2º A distribuição de novas cotas do fundo depende de prévio registro na CVM.

§ 3º O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos documentos que estão referidos no art. 4º, incisos IV a VI, desta Instrução.

Art. 8º Os Fundos de Investimento em Participações deverão destacar em seu material de divulgação os riscos inerentes à concentração e possível iliquidez dos ativos que integrem a carteira resultante de suas aplicações.

### CAPÍTULO III

#### DA ADMINISTRAÇÃO

Art. 9º A administração do fundo competirá a pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

§ 1º A pessoa jurídica referida no *caput* deverá indicar o diretor ou sócio-gerente responsável pela representação do fundo perante a CVM.

§ 2º As funções de administrador e de gestor poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica legalmente habilitada, podendo o administrador contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo.

§ 3º O gestor e o administrador do fundo responderão pelos prejuízos causados aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento.

§ 4º Quando a administração do fundo não for exercida por instituição financeira integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de distribuição de cotas e de tesouraria, tais como:

- I – abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do fundo;
- II – recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de cotas, e pagamento quando de amortização ou do resgate, pelo fundo, de cotas ou quando da liquidação do fundo;
- III – recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos;
- IV – liquidação financeira de todas as operações do fundo.

§ 5º As instituições contratadas para os serviços previstos no parágrafo anterior responderão pelos prejuízos que causarem aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM, e do regulamento.

Art. 10. O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais, podendo delegar para o gestor esses poderes, no todo ou em parte.

§ 1º Nos casos em que o administrador ou gestor compartilhe com o conselho ou comitê decisões inerentes à composição da carteira de investimentos, incluindo mas não se limitando à aquisição e à venda de ativos da carteira do fundo, os procedimentos referentes ao compartilhamento de tais decisões deverão estar claramente explicitados no regulamento.

§ 2º Os membros do conselho ou comitê deverão informar ao administrador, e este deverá informar aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

Art. 11. O administrador poderá renunciar à administração do fundo, mediante aviso prévio de no mínimo 60 (sessenta) dias, endereçado a cada cotista e à CVM.

Art. 12. A CVM, no uso de suas atribuições legais, poderá descredenciar o administrador, em conformidade com as normas que regulam o exercício da atividade de administrador de carteira.

Art. 13. Nas hipóteses de renúncia ou descredenciamento, ficará o administrador obrigado a convocar, imediatamente, a assembleia geral para eleger seu substituto, a se realizar no prazo de até 10 (dez) dias, sendo também facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, em qualquer caso, ou à CVM, nos casos de descredenciamento, a convocação da assembleia geral.

§ 1º No caso de renúncia, o administrador deverá permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição.

§ 2º No caso de descredenciamento, a CVM poderá indicar administrador temporário até a eleição de nova administração.

## **CAPÍTULO IV**

### **DAS OBRIGAÇÕES DO ADMINISTRADOR**

Art. 14. Incluem-se entre as obrigações do administrador:

I – manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, por 5 (cinco) anos após o encerramento do fundo:

- a) os registros de cotistas e de transferências de cotas;
- b) o livro de atas das assembleias gerais;
- c) o livro de presença de cotistas;
- d) o arquivo dos pareceres dos auditores;
- e) os registros e demonstrações contábeis referentes às operações realizadas pelo fundo e seu patrimônio;
- f) a documentação relativa às operações do fundo.

II – receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo;

III – custear, às suas expensas, as despesas de propaganda do fundo;

IV – pagar, às suas expensas, eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da legislação vigente, em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;

V – elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo;

VI – fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembléia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;

VII – se houver, fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;

VIII – no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso I deste artigo até o término do mesmo;

IX – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo;

X – transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador do fundo;

XI – manter os títulos e valores mobiliários fungíveis integrantes da carteira do fundo custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM;

XII – elaborar e divulgar as informações previstas no Capítulo VIII desta Instrução;

XIII – firmar, em nome do fundo, acordos de acionistas das sociedades de que o fundo participe;

XIV – cumprir as deliberações da assembléia geral;

XV – cumprir e fazer cumprir todas as disposições do regulamento do fundo.

**Parágrafo Único.** Sempre que forem requeridas informações na forma prevista nos incisos VI e VII deste artigo, o administrador poderá submeter a questão à prévia apreciação da assembléia geral de cotistas, tendo em conta os interesses do fundo e dos demais cotistas, e eventuais conflitos de interesses em relação a conhecimentos técnicos e às empresas nas quais o fundo tenha investido, ficando, nesta hipótese, impedidos de votar os cotistas que requereram a informação.

## **CAPÍTULO V**

### **DA ASSEMBLÉIA GERAL**

Art. 15. Competirá privativamente à assembléia geral de cotistas:

I – tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, até 30 de junho de cada ano, sobre as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;

II – alterar o regulamento do fundo;

III – deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;

IV – deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo;

V – deliberar sobre a emissão e distribuição de novas cotas;

VI – deliberar sobre o aumento na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do fundo;

VII – deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo;

VIII – deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembléia geral;

IX – deliberar sobre a instalação, composição, organização e funcionamento dos comitês e conselhos do fundo; e

X – deliberar, quando for o caso, sobre requerimento de informações de cotistas, observado o disposto no parágrafo único do art. 14 desta Instrução.

§1º O regulamento do fundo poderá ser alterado independentemente de assembléia geral ou de consulta aos cotistas sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a expressa exigência da CVM, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos cotistas.

§ 2º As deliberações de assembléia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII e IX deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo.

Art. 16. A convocação da assembléia geral far-se-á na forma estipulada no regulamento do fundo, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, devendo conter descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.

§ 1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, será considerada regular a assembléia geral a que comparecerem todos os cotistas.

§ 2º A assembléia geral poderá ser convocada pela instituição administradora ou por cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas emitidas pelo fundo.

§ 3º O regulamento do fundo poderá dispor sobre a possibilidade de deliberações da assembléia serem adotadas mediante processo de consulta formal.

Art. 17. Somente poderão votar na assembléia geral os cotistas que, até 3 (três) dias antes da data fixada para sua realização, estiverem inscritos no livro "Registro dos Cotistas" ou na conta de depósito, conforme for o caso.

Art. 18. Terão qualidade para comparecer à assembléia geral, ou para votar no processo de deliberação por consulta, os cotistas, seus representantes legais ou seus procuradores legalmente constituídos.

Parágrafo único. Os cotistas também poderão votar através de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida antes da assembléia, observado o disposto no regulamento.

Art. 19. Será atribuído a cada cota o direito a um voto na assembléia geral de cotistas.

§ 1º O regulamento poderá admitir a existência de uma ou mais classe de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais para as matérias que especificar.

§ 2º O regulamento poderá atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo.

## CAPÍTULO VI

### DA EMISSÃO, COLOCAÇÃO, NEGOCIABILIDADE E AMORTIZAÇÃO

Art. 20. As cotas do Fundo de Investimento em Participações corresponderão a frações ideais de seu patrimônio líquido e assumirão a forma nominativa.

§ 1º A propriedade das cotas nominativas presumir-se-á pelo registro do nome do cotista no livro de "Registro de Cotas Nominativas" ou da conta de depósito das cotas, aberta em nome do cotista.

§ 2º O administrador deverá exigir a comprovação da qualificação disposta no art. 5º para proceder a transferência de titularidade de cotas negociadas no mercado secundário.

Art. 21. O extrato de conta de depósito representará número inteiro ou fracionário de cotas pertencentes ao cotista, conforme os registros do Fundo de Investimento em Participações.

Art. 22. O compromisso de investimento, a subscrição, a emissão e a integralização de cotas atenderão aos termos, condições e valores estipulados no regulamento do fundo.

§ 1º Ao aderir ao fundo, o investidor assinará o Instrumento Particular de Compromisso de Investimento junto com o administrador e duas testemunhas.

§ 2º Do instrumento de compromisso de investimento deverá constar que, no decorrer da vigência do fundo, haverá chamadas de capital às quais o investidor estará obrigado, de acordo com regras constantes do referido instrumento e sob as penas nele expressamente previstas.

§ 3º No ato da integralização das cotas, o subscritor deverá receber comprovante de pagamento referente à respectiva integralização, conforme disposto no regulamento do fundo e no termo de compromisso, que será autenticado pelo administrador ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e a integralização das cotas.

§ 4º Da lista ou boletim de subscrição, deverão constar:

I – nome e qualificação do subscritor;

II – número de cotas subscritas; e

III – preço de subscrição, valor total a ser integralizado pelo subscritor e respectivo prazo.

§ 5º A subscrição poderá ser feita por meio de carta dirigida ao administrador, observadas as disposições deste artigo.

Art. 23. As importâncias recebidas na integralização de cotas deverão ser depositadas em banco comercial, em nome do fundo, devendo ser aplicados conforme estabelecido em seu regulamento, observado o disposto no art. 9º.

Art. 24. Não haverá resgate de cotas.

Art. 25. O regulamento do fundo deverá explicitar o critério para amortização de suas cotas.

Art. 26. As cotas do fundo que tenham sido objeto de distribuição pública, ressalvadas as negociações privadas entre investidores qualificados, somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou de balcão organizado, cabendo ao intermediário assegurar a condição de investidor qualificado do adquirente de cotas.

## **CAPÍTULO VII**

### **DOS ENCARGOS DO FUNDO**

Art. 27. Constituirão encargos do fundo, além da remuneração de que trata o inciso IX do art. 6º, as seguintes despesas:

I – emolumentos e comissões pagos por operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo;

II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais e municipais que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

III – despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e periódicos, previstas nesta Instrução ou na regulamentação pertinente;

IV – despesas com correspondência do interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas;

V – honorários e despesas dos auditores encarregados da auditoria anual das demonstrações contábeis do fundo;

VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, imputada ao fundo, se for o caso;

VII – parcela de prejuízos eventuais não coberta por apólices de seguro e não decorrentes de culpa ou negligência do administrador no exercício de suas funções;

VIII – prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas à transferência de recursos do fundo entre bancos;

IX – quaisquer despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do fundo e à realização de assembléia geral de cotistas, dentro de limites estabelecidos no regulamento, os quais poderão ser alterados por assembléia;

X – taxa de custódia de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo; e

XI – despesas com a contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos no regulamento, os quais poderão ser alterados por assembléia.

§ 1º Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo correrão por conta do administrador, salvo decisão contrária da assembléia geral.

§ 2º O administrador poderá estabelecer que parcelas da taxa de administração ou de performance sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços que tenham sido subcontratados pelo administrador, desde que o somatório dessas parcelas não exceda o montante total da taxa de administração ou de performance fixada no regulamento do fundo.

---

**CAPÍTULO VIII**  
**DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS**  
**E DEMAIS INFORMAÇÕES DO FUNDO**

Art. 28. O Fundo de Investimento em Participações terá escrituração contábil própria, devendo as aplicações, as contas e as demonstrações contábeis do fundo ser segregadas das do administrador e do gestor, bem como do custodiante e do depositário.

Art. 29. As normas aplicáveis à elaboração das demonstrações contábeis do fundo devem estar previstas no regulamento do fundo, aplicando-se subsidiariamente, e naquilo que não dispuser em contrário, a Instrução CVM Nº 305, de 05 de maio de 1999.

Parágrafo único. As demonstrações contábeis do fundo, elaboradas ao final de cada exercício, deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Art. 30. Deverá ser fornecido ao investidor, obrigatória e gratuitamente, no ato de seu ingresso como cotista do Fundo de Investimento em Participações, contra recibo:

I - exemplar do regulamento do fundo;

II - breve descrição da qualificação e da experiência profissional do corpo técnico do administrador, na função de gestão ou administração de carteira;

III - documento de que constem claramente as despesas com comissões ou taxa de subscrição, distribuição e outras com que o investidor tenha de arcar.

Art. 31. O administrador do fundo deverá divulgar a todos os cotistas e à CVM, qualquer ato ou fato relevante atinente ao fundo.

Parágrafo único. Entre as informações referidas acima, não se incluirão informações sigilosas referentes às companhias emissoras de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, obtidas pelo administrador sob compromisso de confidencialidade ou em razão de suas funções regulares enquanto membro ou participante dos órgãos de administração ou consultivos da companhia.

Art. 32. O administrador do fundo deverá remeter aos cotistas e à CVM:

I – semestralmente, no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento desse período, as seguintes informações:

a) a composição da carteira, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram;

b) demonstrações contábeis do fundo acompanhadas da declaração a que se refere o inciso V do art. 14;

c) os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no art. 27, devendo ser especificado seu valor; e

d) a relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira.

II – anualmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento do exercício social, as seguintes informações:

a) as demonstrações contábeis do exercício acompanhadas de parecer do auditor independente;

b) o valor patrimonial da cota na data do fechamento do balanço e sua rentabilidade no período; e

c) os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no art. 27, devendo ser especificado seu valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio anual do fundo.

Art. 33. A CVM poderá determinar que as informações obrigatórias previstas nesta Instrução, assim como as demais informações requeridas pela CVM, periódicas ou eventuais, sejam apresentadas em meio eletrônico ou por intermédio de sua página na rede mundial de computadores - Internet, de acordo com modelos e formulários a serem definidos pela CVM.

Art. 34. As informações prestadas ou qualquer material de divulgação do fundo não poderão estar em desacordo com o seu regulamento ou com relatórios protocolados na CVM.

Parágrafo único. Caso o texto publicitário apresente incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM poderá exigir que as retificações e os esclarecimentos necessários sejam veiculados, com igual destaque, através do(s) veículo(s) usado(s) para divulgar o texto publicitário

---



original, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

## **CAPÍTULO IX**

### **DAS VEDAÇÕES**

Art. 35. É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo:

I – receber depósito em conta corrente;

II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo nas modalidades estabelecidas pela CVM;

III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;

IV – negociar com duplicatas, notas promissórias, excetuadas aquelas de que trata a Instrução CVM nº 134, de 1º de novembro de 1990, ou outros títulos não autorizados pela CVM;

V – prometer rendimento predeterminado aos cotistas;

VI – aplicar recursos:

a) no exterior;

b) na aquisição de bens imóveis; e

c) na subscrição ou aquisição de ações de sua própria emissão.

Art. 36. Salvo aprovação da maioria dos cotistas reunidos em assembléia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

I – o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total;

II – quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que:

a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou

b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo.

Parágrafo único. Salvo aprovação da maioria dos cotistas, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I deste artigo, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora, quando houver.

## **CAPÍTULO X**

### **DAS DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS**

Art. 37. Será permitida a constituição de fundos para investir em Fundos de Investimento em Participações e em Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações.

Parágrafo único. Os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações deverão aplicar, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em cotas de Fundos de Investimento em Participações, bem como em cotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.

Art. 38. O administrador que não encaminhar à CVM as informações previstas nesta Instrução, ficará sujeito à multa cominatória diária de R\$ 200,00 (duzentos Reais), que incidirá a partir do primeiro dia útil subsequente ao término dos prazos determinados para o cumprimento da obrigação, sem prejuízo da eventual aplicação das penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.

Art.39. Os administradores de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, condomínio fechado, e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, poderão convocar assembléias gerais dos fundos sob sua administração com a finalidade de promover sua transformação em Fundos de Investimento em Participações ou Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações.

---

Parágrafo único. A aprovação da transformação referida no *caput* se dará mediante o quorum qualificado estabelecido pelo regulamento, devendo imediatamente ser comunicada à CVM.

Art. 40. O descumprimento do disposto nos arts. 6º; 7º; 8º; 10, §§ 1º e 2º; 11; 14, incisos II, III, IV, V, XI, XII, XIV; 15, § 1º; 16; 19, 22, *caput* e § 4º; 24, 25; 26; 28; 29;30; 32; 34, 35 e 39, parágrafo único, constitui hipótese de natureza objetiva, sujeita a rito sumário de processo administrativo.

Art. 41. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385, de 1976, a infração às normas contidas nos arts. 2º, §§ 2º, 3º e 4º; 3º; 5º; 7º, § 2º; 15, incisos I e VIII, 31 e 36.

Art. 42. Esta Instrução entrará em vigor 30 (trinta) dias após a data de sua publicação no Diário Oficial da União.

*Original assinado por*

LUIZ LEONARDO CANTIDIANO

Presidente

---