

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

LUIS FELIPE WEST OFFA

**CONTRATOS FINANCEIROS ENTRE EMPREENDEDORES E GESTORES DE  
FUNDOS DE “PRIVATE EQUITY” E “VENTURE CAPITAL”: TEORIA E  
REALIDADE NO CASO BRASILEIRO**

SÃO PAULO  
2005

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

LUIS FELIPE WEST OFFA

**CONTRATOS FINANCEIROS ENTRE EMPREENDEDORES E GESTORES DE  
FUNDOS DE “PRIVATE EQUITY” E “VENTURE CAPITAL”: TEORIA E  
REALIDADE NO CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Curso de  
Mestrado Profissional em Administração da  
Escola de Administração de Empresas da  
Fundação Getúlio Vargas / SP, como requisito  
para a obtenção do título de Mestre em  
Administração de Empresas.

Área de Concentração: Finanças.

Orientador: Prof. Cláudio Vilar Furtado

SÃO PAULO  
2005

LUIS FELIPE WEST OFFA

**CONTRATOS FINANCEIROS ENTRE EMPREENDEDORES E GESTORES DE  
FUNDOS DE “PRIVATE EQUITY” E “VENTURE CAPITAL”: TEORIA E  
REALIDADE NO CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Curso de  
Mestrado Profissional em Administração da  
Escola de Administração de Empresas da  
Fundação Getúlio Vargas / SP, como requisito  
para a obtenção do título de Mestre em  
Administração de Empresas.

Área de Concentração: Finanças.

**Data de aprovação:**

\_\_\_\_ / \_\_\_\_ / 2005

**Banca examinadora:**

---

Prof. Cláudio Vilar Furtado  
FGV-EAESP

---

Prof. Antônio Gledson de Carvalho  
FGV-EAESP

---

Prof. Alexsandro Broedel Lopes  
FEA-USP

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao Prof. Cláudio Vilar Furtado, cujo conhecimento iluminador e dedicação foram fundamentais para que este trabalho fosse efetuado com sucesso.

A minha esposa Luciana, que me incentivou e suportou os momentos difíceis ao longo do curso e da elaboração dessa dissertação, com uma compreensão e paciência que eu jamais teria.

Aos meus pais, que me proporcionaram uma boa educação, permitindo que eu tenha chegado até o Mestrado em uma das Instituições mais respeitadas do país.

Aos Professores Antônio Gledson de Carvalho e Alexsandro Broedel Lopes, membros da Banca Examinadora, por terem atendido ao convite para desempenhar este papel, dispondo de seu tempo e conhecimento para analisar este trabalho.

Ao Corpo Docente e Funcionários da Fundação Getúlio Vargas, que fazem com que me orgulhe de ter participado da história dessa Instituição.

## RESUMO

Nos Estados Unidos, o mercado de “Venture Capital” se desenvolveu como um importante intermediário nos mercados financeiros, provendo capital para empresas que em outra situação teriam dificuldades na atração de financiamento. Essas empresas são tipicamente pequenas e jovens, cercadas por altos níveis de incerteza e grandes diferenças de conhecimento entre os empreendedores e os investidores.

Diante dessa realidade, o mercado de “Venture Capital” desenvolveu procedimentos contratuais que estão bastante adaptados aos ambientes caracterizados por incertezas e assimetria de informações entre principais e agentes. O ponto central nesse conflito está em como se desenhar um contrato financeiro que seja capaz de separar os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa entre empreendedores e gestores de fundos. Nos Estados Unidos o instrumento financeiro que desempenha com sucesso essa separação entre os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa é a Ação Preferencial Conversível.

O propósito desta dissertação é entender e analisar os aspectos contratuais envolvidos nas operações de “Venture Capital” e “Private Equity” nos Estados Unidos e confrontá-los com a realidade brasileira através da análise de investimentos dessa natureza ocorridos no Brasil. Pretende-se analisar como se dá o processo de contratação financeira no Brasil e os instrumentos financeiros utilizados para separar os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa.

Palavras-chave: 1. “Venture Capital”; 2. “Private Equity”; 3. Ações Preferenciais Conversíveis; 4. Contratos Financeiros; 5. Empreendedor.

## **ABSTRACT**

In the United States of America, Venture Capital has developed as an important intermediary in financial markets, providing capital to firms that might otherwise have difficulty attracting financing. These firms are typically small and young, plagued by high levels of uncertainty and large differences between what entrepreneurs and investors know.

The Venture Capital industry has evolved operating procedures and contracting practices that are well adapted to environments characterized by uncertainty and information asymmetries between principals and agents. The central point in this conflict is how to draw a financial contract that could be able to separate the allocation of control rights and cash flows. In the United States this can be successfully obtained by the use of a Preferred Convertible Stock.

The purpose of this dissertation is to understand and analyze the main contractual aspects involved in the "Venture Capital" and "Private Equity" transactions in the United States and check it against the reality in Brazil. Our intention is to verify how the financial contracting process is organized and if there is any kind of financial instrument in Brazil that performs the allocation of cash flow and control rights.

Key words: 1. Venture Capital; 2. Private Equity; 3. Convertible Preferred Stock; 4. Finance Contracts; 5. Entrepreneur.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO E OBJETIVOS DO TRABALHO.....	9
2. MOTIVAÇÃO PARA A REALIZAÇÃO DESTE TRABALHO .....	14
3. METODOLOGIA.....	16
4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....	17
5. A ORIGEM E OS AGENTES DO MERCADO DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” .....	18
6. O HISTÓRICO DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” .....	21
6.1 Os Estados Unidos .....	21
6.2 A América Latina .....	22
6.3 O Brasil .....	24
6.3.1 Histórico da Atividade de Capital de Risco no Brasil (até 2002).....	24
6.3.2 Evolução do Capital de Risco no Brasil .....	24
6.3.3 Distribuição dos Investimentos.....	25
6.3.4 Distribuição por Estágio de Investimento.....	27
6.3.5 Distribuição Regional dos Investimentos.....	28
7. OS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” .....	29
7.1 O Problema de Agência e os Contratos Financeiros .....	30
7.2 Os Direitos de Controle e de Decisão .....	31
8. CARACTERÍSTICAS CONTRATUAIS DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” NOS ESTADOS UNIDOS.....	38
8.1 O Relacionamento entre os Fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e os Empreendedores.....	39
8.1.1 Estabelecendo o Comprometimento de Capital e Outros Mecanismos de Controle .....	39
8.1.2 Esquemas de Recompensa de Desempenho/Remuneração .....	40
8.1.3 Envolvimento Ativo .....	41
8.1.4 Mecanismos Relacionados à Liquidez .....	41
8.1.5 Uso do Contrato para escolha dos Empreendedores.....	42
8.1.6 Técnicas de Avaliação .....	42
8.2 O Processo de Investimento – Características Contratuais.....	43
8.2.1 A Ação Preferencial Conversível e o Mercado de “Venture Capital” .....	44

8.2.1.1	Direito de Propriedade, instrumentos financeiros e empresas empreendedoras.....	44
8.2.1.2	Termos e Condições do Contrato de Ações Preferenciais Conversíveis .....	47
8.2.1.3	Tributação.....	48
8.2.1.4	Cláusulas de Compromisso Restritivo nas Escrituras das Ações Preferenciais Conversíveis.....	51
9.	CARACTERÍSTICAS CONTRATUAIS DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” NO BRASIL .....	54
9.1	Cláusulas Contratuais .....	54
9.1.1	“Due Diligence”.....	54
9.1.2	Co-investimento .....	55
9.1.3	Escalonamento dos Aportes de Capital.....	55
9.1.4	Transformação da Empresa em Sociedade Anônima .....	56
9.1.5	Exigência do Controle Acionário .....	56
9.1.6	Cláusulas de Governança e Solução de Impasses no Acordo de Acionistas .....	57
9.1.6.1	Poder de Veto .....	57
9.1.6.2	Prioridade de Investimento nos Aumentos de Capital .....	58
9.1.6.3	Prioridade na Compra de Ações.....	58
9.1.6.4	Cláusula Chinesa .....	58
9.1.6.5	Remuneração do Empreendedor vinculada ao desempenho da Empresa Investida .....	59
9.1.6.6	Indicação do Administrador Financeiro da Empresa.....	59
9.1.6.7	Cláusulas de Saída do Investimento.....	60
9.2	Instruções da Comissão de Valores Mobiliários .....	62
9.2.1	Instrução C.V.M. Nº. 209 e 415.....	62
9.2.2	Instrução C.V.M. Nº. 391 .....	63
9.3	Lei nº. 10.303 – Sociedade por Ações .....	65
9.3.1	Tipos e Classes de Ações.....	65
9.3.2	Conversibilidade.....	66
9.3.3	Acordo de Acionistas.....	67
9.3.4	Debêntures.....	67
9.4	Arranjos Contratuais entre Fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e Empreendedores no Mercado Brasileiro.....	68
9.4.1	Participação minoritária no capital por meio de Ações Preferenciais .....	68



9.4.2 Participação majoritária no capital por meio de Ações Ordinárias .....	69
9.4.3 Participação por meio de Endividamento .....	69
9.5 Evidências Empíricas .....	70
9.5.1 Diagnósticos da América Latina S.A. (DASA).....	71
9.5.2 GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL).....	76
9.5.3 América Latina Logística S.A. (ALL).....	81
10. CONCLUSÕES.....	85
REFERÊNCIAS.....	88
Apêndice A - A Importância do Valor das Ações Ordinárias no Tratamento Fiscal do Retorno Compensatório .....	93
Anexo A – Acordo de Acionistas da Diagnósticos da América S.A. (DASA).....	97
Anexo B – Acordo de Acionistas da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)...	104
Anexo C – Acordo de Acionistas da América Latina Logística S.A. (ALL).....	111

## 1. INTRODUÇÃO E OBJETIVOS DO TRABALHO

Segundo GOMPERS e LERNER (2001), a indústria de “Venture Capital” se desenvolveu como um importante intermediário nos mercados financeiros, provendo capital para empresas que em outras condições teriam dificuldade na atração de financiamento. Essas empresas geralmente são pequenas, jovens e cercadas de incertezas. Nesse cenário, os fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” são os financiadores desses negócios que geralmente apresentam grande risco, mas que em contrapartida geram grandes retornos.

Uma grande gama de artigos na área financeira e econômica demonstra a existência de uma relação sistemática entre o sistema legal de um determinado país e o desenvolvimento e a liquidez dos mercados financeiros nesses países. A origem do sistema legal do país desempenha um papel determinante na proteção do acionista minoritário. Os sistemas legais dos países podem ser divididos em duas grandes categorias. A primeira delas é designada de “commom law” e tem origem no Direito anglo-saxônico. Caracteriza-se principalmente pelos usos e costumes e as decisões dos juízes sempre são baseadas nos costumes vigentes e nas decisões anteriores de outros juízes sobre assuntos similares. Esse sistema está presente na maioria dos países de origem anglo-saxônica. O segundo tipo de sistema legal é conhecido como “civil law” e tem como origem o Direito romano e suas decisões são baseadas em leis previamente estabelecidas.

Dessa maneira, o sistema legal apresenta implicações sobre os contratos financeiros que são firmados. Os autores LERNER e SCHOAR (2005) observaram em suas pesquisas que as partes envolvidas em um contrato financeiro num país que possui um sistema legal do tipo “commom law” podem mais facilmente fazer valer os direitos estabelecidos em um contrato do que nos casos em que o país possui o Direito com origens no sistema do tipo “civil law”.

No artigo desenvolvido por LERNER e SCHOAR (2005), os autores analisaram 210 transações de investimentos de “Private Equity” e de “Venture Capital” de diversos tipos e ocorridas nos mais variados países. Os resultados dessa pesquisa

demonstram que os países que adotam o sistema do tipo “common law” geralmente utilizam nos contratos financeiros dessas operações a ação preferencial conversível<sup>1</sup>. Por outro lado, os países que adotam o sistema do tipo “civil law” geralmente utilizam nos contratos financeiros o uso de dívida comum ou ações ordinárias. Dessa forma, os resultados analisados sugerem que as diferenças nos sistemas legais dos países farão com que a separação dos direitos de fluxo de caixa e dos direitos de controle seja distinta, apresentando um maior grau de dificuldade de separação no caso dos países que adotam um sistema legal do tipo “civil law”.

Esse fato pode resultar em diferenças no processo de contratação financeira entre gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e empreendedores na medida em que os gestores passam a exigir maior participação acionária na empresa investida nos países que adotam o sistema legal do tipo “civil law”. Essa observação pode ser confirmada pelo fato de que os autores evidenciaram no caso dos países que adotam o uso de dívida comum ou ações ordinárias que geralmente há uma maior representação dos gestores de fundos no Conselho de Administração<sup>2</sup> da empresa investida.

Os contratos financeiros são escritos com o objetivo de separar os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos de controle entre as partes contratantes. A literatura sobre contratos financeiros estabelece que os contratos ótimos são escritos de forma a assegurar os direitos de fluxo de caixa entre as partes em situações de contingência. Dessa forma, as cláusulas contratuais presentes nos contratos financeiros ótimos têm o objetivo primário de tentar resolver os problemas de agência na relação entre gestores de fundos e empreendedores.

Já a literatura sobre contratos incompletos demonstra que se o sistema legal do país não for hábil em fazer valer as condições estabelecidas em um contrato, ou seja, apresentar um nível baixo de “enforcement” ou então que os representantes desse sistema legal não tenham capacidade de entender as cláusulas estabelecidas nos contratos mais complexos e sofisticados, a alocação dos direitos de controle fará

---

<sup>1</sup> Em inglês *convertible preferred*

<sup>2</sup> Em inglês *board*

com que as partes obtenham um “segundo-melhor” <sup>3</sup> contrato. De acordo com AGHION e BOLTON (1992) e HELLMANN (1998), o uso da ação preferencial conversível permitirá uma melhor alocação dos direitos de controle em uma situação de contingência. Segundo esses autores, a ação preferencial conversível permite que os direitos de controle sejam transferidos para a parte contratante que seja capaz de fazer o melhor uso dos direitos de controle, ou seja, caso a empresa investida não apresente um desempenho adequado, os gestores de fundos podem exercer seu direito de conversão e assumir o controle da empresa investida. Já no caso do desempenho da empresa investida ser adequado, os direitos de controle poderão ser alocados aos empreendedores.

KAPLAN e STRÖMBERG (2003) identificaram benefícios para os gestores de fundos e os empreendedores por poderem separar os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos sobre controle. A forma típica pela qual se obtém essa separação é através do uso da ação preferencial conversível. No entanto, nos países em que os mercados de capitais são menos desenvolvidos, o uso de cláusulas que pretendem estabelecer a separação entre os direitos sobre fluxo de caixa e os direitos de controle ou então as cláusulas mais sofisticadas sobre outras contingências podem enfrentar dificuldades de interpretação e de “enforcement”. Nesse caso, a maioria dos contratos será do “terceiro-melhor” <sup>4</sup> tipo, pois utilizarão dívida comum ou ações ordinárias para estabelecer o mecanismo de separação dos direitos de controle e de fluxo de caixa sobre a empresa investida.

As pesquisas realizadas por LERNER e SCHOAR (2005) identificaram que se dá maior ênfase ao controle acionário naquelas nações em que a interpretação e validade das cláusulas contratuais é mais difícil, com destaque para os países em desenvolvimento da América Latina. Um fator que acentua essa constatação é que geralmente os empreendedores desses países não estão familiarizados com arranjos contratuais diferentes daqueles que utilizam ações ordinárias e muitas vezes são hostis e desconfiados com relação a outros tipos de arranjos contratuais.

---

<sup>3</sup> Em inglês *second-best agreement*

<sup>4</sup> Em inglês *third-best agreement*

Além disso, um outro fator observado foi o tempo de resolução de disputas nos contratos financeiros. Verificou-se que nos países em que as disputas são mais longas há uma tendência maior no uso de dívida ou ações ordinárias do que o uso da ação preferencial conversível.

A pesquisa realizada também revela que a possibilidade dos gestores dos fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” controlarem a empresa investida é menor no caso dos países em que o sistema legal é baseado no “common law”. Nesse caso, os gestores de fundos geralmente atuam como acionistas minoritários por sentirem-se mais protegidos pela lei, podendo abrir mão das cláusulas contratuais que transferem os direitos de controle em situações de contingência. Nesses países, as empresas tendem a ter Conselhos de Administração com uma representação pequena dos gestores de fundos. Já no caso dos países baseados no sistema legal do tipo “civil law”, há uma predominância na preferência pelo controle acionário e uma maior representação dos gestores de fundos no Conselho de Administração.

Ou seja, os resultados dessa pesquisa sugerem que os contratos financeiros diferem de maneira sistemática na forma em que provém os direitos de controle aos gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”. As consequências diretas podem ser observadas na estrutura das transações e dos contratos e, indiretamente no valor de mercado dessas empresas. As empresas dos países que adotam o sistema do tipo “civil law” geralmente apresentam um menor valor de mercado que aquelas que estão presentes nos países que adotam sistema legal do tipo “common law”.

O tema central deste trabalho é o estudo dos arranjos contratuais e financeiros realizados entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” no Brasil, no que diz respeito à alocação dos direitos de controle e sobre fluxo de caixa. O objetivo principal será a identificação de arranjos contratuais e práticas comuns do mercado brasileiro com relação à alocação desses direitos.

Em seguida essas práticas serão confrontadas com as práticas do mercado americano, principalmente no que diz respeito ao uso da ação preferencial conversível, de forma a identificar as principais diferenças entre os arranjos contratuais brasileiros e norte-americanos. Conforme destacado pelo trabalho

realizado por LERNER e SCHOAR (2005), esperamos encontrar no Brasil uma predominância dos contratos financeiros característicos dos países que adotam o “civil law” como sistema legal, ou seja, espera-se uma predominância do uso de dívida comum e controle acionário por meio de ações ordinárias.

Este trabalho está estruturado da seguinte maneira. O capítulo 2 trata das motivações para a realização deste trabalho e as principais contribuições a que este trabalho se propõe. Os capítulos 3 e 4 tratam respectivamente da metodologia empregada e da revisão bibliográfica. No capítulo 5 serão discutidos os aspectos relacionados à origem e os principais agentes do mercado de “Venture Capital” e “Private Equity”. Em seguida, no capítulo 6 será abordado o histórico dos investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity” nos Estados Unidos, América Latina e Brasil.

Nos capítulos 7 e 8 serão tratados os aspectos contratuais dos investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity” nos Estados Unidos. Já no capítulo 9 serão discutidas as características contratuais no Brasil. Finalmente, o Capítulo 10 é dedicado às conclusões.

## **2. MOTIVAÇÃO PARA A REALIZAÇÃO DESTE TRABALHO**

O mercado de “Venture Capital” e “Private Equity” evoluiu de forma gradual nos Estados Unidos durante um período de 30 a 40 anos e esse crescimento se deu em grande parte a um ambiente favorável. Este ambiente, segundo LEEDS e SUNDERLAND (2003), é caracterizado por: um ambiente político favorável, um sistema legal confiável, estabilidade política e econômica e um mercado de capitais bastante maduro. Esses fatores de sucesso, no entanto, não se encontram presentes na maioria dos mercados emergentes, incluindo o Brasil.

Os autores apontam três pontos principais que contribuem para que os fundos instalados na região da América Latina durante a década de 90 não tenham atingido um desempenho comparável ao do mercado americano: baixos padrões de governança corporativa, a fraqueza do sistema legal em fazer valer as cláusulas contratuais estabelecidas nos contratos financeiros entre empreendedor e gestor de fundo e o terceiro fator está atrelado ao fato de o mercado de capitais pouco maduro não permitir uma saída eficiente do investimento.

Alguns destes aspectos já foram abordados de alguma forma em trabalhos anteriores. Entre os aspectos já tratados, podemos citar a questão da governança corporativa no trabalho de BOCATTO (2001). Em suas pesquisas foram avaliadas as questões de governança suscitadas pelos fundos de “Private Equity” nas empresas em que investem. Também se pode citar o trabalho de KINA (2002), no qual se avaliou detalhadamente a dificuldade para realização da saída dos investimentos feitos pelos fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” no Brasil e procurou-se identificar medidas para tornar a saída via Oferta Pública Inicial de Ações uma alternativa viável para o mercado brasileiro.

No tocante ao sistema legal, a principal questão que se coloca é com relação à confiabilidade do mesmo. Os contratos financeiros, independentemente do país, são a base da relação entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”. No entanto, segundo LEEDS e SUNDERLAND (2003) as primeiras experiências no mercado latino-americano indicam que freqüentemente as

cláusulas contratuais estabelecidas não são cumpridas e que o sistema legal dos países da região não funciona de forma efetiva para se fazer valer o estabelecido nos contratos. Esta constatação é confirmada pelo trabalho de LERNER e SCHOAR (2005). Ainda no que diz respeito ao sistema legal do país, LEEDS e SUNDERLAND (2003) também apontam que há uma proteção inadequada dos acionistas minoritários, o que acaba acarretando uma exigência dos gestores de fundos pelo controle acionário nas empresas investidas.

O ponto central deste trabalho está relacionado aos aspectos contratuais envolvidos na relação entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”, no contexto do sistema legal brasileiro. A principal contribuição está na avaliação dos aspectos contratuais envolvidos nas transações de “Venture Capital” e “Private Equity” no Brasil, em comparação com o principal instrumento norte-americano, a ação preferencial conversível.



### **3. METODOLOGIA**

A metodologia a ser seguida neste trabalho compreenderá a revisão da bibliografia relevante sobre o tema, com foco nas práticas e instrumentos contratuais existentes no mercado americano e brasileiro, no que diz respeito aos contratos financeiros e suas cláusulas sobre a alocação de direitos de controle e de direitos sobre fluxo de caixa.

Em seguida, serão obtidas evidências empíricas das práticas contratuais do mercado brasileiro por meio de entrevistas com escritórios de advocacia atuantes nesse mercado bem como por meio da análise de Acordos de Acionistas celebrados entre empresas investidas e fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”.

#### **4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

A revisão bibliográfica foi estruturada da seguinte maneira:

Para a compreensão geral do mercado de “Venture Capital” e “Private Equity”, bem como dos principais conflitos de interesse e assimetria de informações entre principal e agente foram utilizados como referência principal os trabalhos de SAHLMAN (1991) e de KAPLAN e STRÖMBERG (2000).

Para o detalhamento da teoria de contratos financeiros no mercado norte-americano foi utilizado o trabalho de HART (2001) e de AGHION e BOLTON (1992). O trabalho de IHA (2003) nos traz a análise de um caso de investimento no Brasil, no qual são documentados os conflitos de interesse presentes, bem como as principais características contratuais utilizadas como forma de se mitigar esses conflitos.

Para o detalhamento do papel da ação preferencial conversível nos contratos da indústria norte-americana de “Venture Capital”, principal instrumento financeiro em que nos concentramos neste trabalho, foram utilizados como principal referência os trabalhos de GOMPERS (1997) e de GILSON e SCHIZER (2002).

## 5. A ORIGEM E OS AGENTES DO MERCADO DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY”

De acordo com GOMPERS e LERNER (2001), o primeiro investimento de “Venture Capital” nos Estados Unidos foi na American Research and Development<sup>5</sup> (ARD), uma empresa estabelecida em 1946. As outras organizações financiadas por “Venture Capital” somente apareceram na década seguinte e foram estruturadas na forma de fundos fechados.<sup>6</sup>

Diferentemente dos fundos fechados, os parceiros estavam isentos das regulamentações dos mercados de títulos<sup>7</sup>, incluindo-se os requerimentos do “Investment Company Act” de 1940. Desse momento em diante, ao invés das vendas bem sucedidas após as empresas se tornarem públicas com retorno do investimento para os investidores, os gestores dos fundos de “Venture Capital” costumavam apenas dar aos investidores a parcela correspondente do capital investido em ações da empresa. Dessa forma, os investidores poderiam decidir qual seria o melhor momento para realizar os ganhos de capital associados ao investimento.

Nas décadas de 60 e 70, embora a formação de “limited partnership”<sup>8</sup> tivesse se tornado mais comum, elas ainda representavam a minoria dos investimentos. As atividades nesse segmento só passaram a aumentar significativamente ao final da década de 70 e início dos anos 80. Em 1979 o Departamento do Trabalho dos Estados Unidos<sup>9</sup> tornou mais clara sua regra do “homem prudente<sup>10</sup>”, na qual ele explicitamente permitiu que os gestores dos fundos de pensão passassem a investir em ativos de maior risco, incluindo-se nessa classificação os investimentos em “Venture Capital”. A partir de então, os fundos de “Venture Capital” passaram a financiar a maioria dos investimentos em empresas de alta tecnologia durante os

---

<sup>5</sup> A American Research and Development foi fundada pelo Presidente do MIT Karl Compton e pelo General Georges F. Doriot, professor da Harvard Business School.

<sup>6</sup> Em inglês *closed-end funds*

<sup>7</sup> Em inglês *securities*

<sup>8</sup> Trata-se da forma utilizada no mercado americano para regular os direitos e deveres entre os investidores e os gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”

<sup>9</sup> U.S. Department of Labor

anos de 1980 e 1990. Já nos anos 90, o grande responsável pelo crescimento das operações foi a explosão de atividade no mercado de ofertas iniciais públicas<sup>11</sup> e também devido à saída do mercado daqueles gestores menos experientes.

Conforme visto anteriormente, o mercado de “Venture Capital” cresceu e se desenvolveu bastante nas últimas quatro décadas, apresentando algumas características particulares, entre elas estão os participantes típicos desse mercado. O mercado de “Venture Capital” e “Private Equity” está estruturado através da participação de três principais agentes:

- Investidor externo: fornece capital através de um contrato com gestores de fundos de “Venture Capital” ou “Private Equity” para a constituição e gestão de um fundo de investimentos em empresas iniciantes;
- Fundo de Venture Capital: é o gestor do capital a ser investido. Tem como principais funções a identificação de oportunidades de investimento, a preparação dos acordos, o controle sobre o capital investido e o acompanhamento de desempenho da empresa investida;
- Empreendedor: geralmente possui uma idéia ou uma empresa em estágio inicial de operações e aplica o capital fornecido pelo fundo de “Venture Capital” para transformá-la em realidade.

O papel principal dos gestores é a originação dos recursos juntamente aos investidores institucionais e a aplicação dos recursos obtidos em projetos ou empresas jovens que apresentem potencial de retorno bastante alto. Normalmente, além de investirem o capital necessário e compartilharem o risco para o desenvolvimento destas empresas, os gestores de fundos também auxiliam o empreendedor na gestão da empresa e na sua estratégia. O que realmente difere um fundo de “Venture Capital” de um banco no processo de concessão de crédito é o seu papel ativo na gestão da empresa investida.

---

<sup>10</sup> “Prudent Man” Rule

<sup>11</sup> Em inglês *initial public offering (IPO)*

Os intermediários financeiros especializados, como os fundos de “Venture Capital”, proporcionam a quebra da assimetria informacional na medida em que eliminam as lacunas de informação entre o investidor e o empreendedor. Dessa maneira, permitem que as empresas recebam financiamentos que elas não poderiam obter de outras fontes. Geralmente se tratam de empresas com ativos intangíveis e cujo desempenho é difícil de ser medido, uma vez que se encontram em seu estágio inicial. As formas utilizadas pelos fundos para reduzir a assimetria de informações contemplam o monitoramento do investimento e os aportes parciais de capital, que geralmente estão atrelados a determinadas fases pré-estabelecidas, fases essas que estão atreladas a determinados indicadores de desempenho ou cumprimento de determinados estágios de evolução do produto.

Segundo SAHLMAN (1991) o processo de relacionamento entre o fundo de “Venture Capital” e o empreendedor é caracterizado pela assimetria de informações, incerteza e alto risco em relação aos retornos esperados. Trata-se de um claro problema de incentivo entre principal e agente, sendo o papel de principal desempenhado pelo fundo de “Venture Capital” e o de agente pelo empreendedor. Ao investir numa determinada empresa, o fundo assume parte do risco e dos lucros da empresa investida, passando a contar com a gestão do empreendedor para obter o retorno desejado do investimento.

## 6. O HISTÓRICO DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY”

### 6.1 Os Estados Unidos

Segundo dados coletados pela PricewaterhouseCoopers e pela Venture Economics verifica-se que o mercado de “Private Equity” e “Venture Capital” apresentou seu melhor ano em 2000 quando 8073 operações de “Private Equity” e “Venture Capital” foram feitas em 6410 empresas, totalizando um investimento de USD 105,9 bilhões. Nos anos que se seguiram as atividades diminuíram e, no período de 2001 a 2004 a média das operações de “Private Equity” e “Venture Capital” foi de 3348, sendo o investimento total nesses anos de USD 102,5 bilhões, inferior ao total dos investimentos no ano de 2000.

Verifica-se através dos dados coletados pela pesquisa que existe uma concentração dos investimentos nos negócios relacionados às indústrias de software, biotecnologia e equipamentos médicos. No período de outubro de 2004 a dezembro de 2004 esses setores responderam por 51,27% do total das operações e por 53,02% do total dos investimentos realizados. Tendo como base os investimentos realizados por estágio de desenvolvimento dos negócios, verificamos que há uma concentração acentuada nos estágios de Expansão e de Finalização. Esses dois estágios responderam por 66,27% do número total de operações e aproximadamente 80% do valor total investido no período analisado.

Analisando-se a distribuição geográfica das operações de “Private Equity” e “Venture Capital” nos Estados Unidos, verificamos que a região do Vale do Silício representou a maior concentração dos negócios. Do total investido no ano de 2004 de USD 20,9 bilhões, USD 7,4 bilhões foram destinados ao Vale do Silício. Outras regiões de destaque foram a Nova Inglaterra e a região sudeste do país, com cerca de 25% do total dos investimentos no período. Quando verificamos a distribuição por estados, a Califórnia surge como destaque, sendo responsável por cerca de 1125 operações de um total de 2873 operações no ano de 2004.

Do total de capital dedicado aos negócios de “Private Equity” e “Venture Capital”, cerca de 87% do capital investido tem origem no próprio país, ficando a Alemanha em segundo lugar, Israel em terceiro, à frente do Canadá e Reino Unido. Verificando-se sob a ótica das empresas investidas, 88% delas são do próprio país, ficando as empresas canadenses em segundo lugar e as do Reino Unido em terceiro lugar.

A pesquisa ainda revela que o número de ofertas públicas iniciais de ações de empresas com investimento de “Venture Capital” reduziu-se drasticamente após o ano de 2000, quando 265 operações foram realizadas, com uma valorização total USD 168,5 bilhões. Nos anos seguintes houve queda, porém a tendência é de recuperação. No ano de 2004 foram realizadas 93 ofertas de ações com um valor total de USD 61,1 bilhões. Esses dados revelam que, embora o mercado americano tenha passado por um período de retração nos negócios, o volume de operações apresenta tendência de recuperação.

## **6.2 A América Latina**

Verificamos que a década de 90 representou um período de grande otimismo com relação aos mercados emergentes, com destaque para os países da América Latina. Na época havia um consenso de que o setor privado seria o principal catalisador do crescimento e do desenvolvimento econômico na região. LERNER e PACANINS (2001) apontam alguns dos motivos que poderiam explicar a atratividade dos países emergentes para os investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity”. Os principais motivadores seriam:

- Progresso econômico: muitos países passaram por reestruturações da dívida, como por exemplo, o “Plano Brady” de 1989 que permitiu que vários países latino-americanos reestruturassem suas dívidas externas, com benefícios para a saúde econômica desses mercados.

- A percepção de ganhos crescentes em investimentos semelhantes em países desenvolvidos, com destaque para os Estados Unidos, que apresentou crescimento expressivo no mercado de “Private Equity”. Esse crescimento contribuiu para a desmotivação dos investidores com os mercados maduros.

Segundo pesquisas realizadas por LEEDS e SUNDERLAND (2003) a evolução do mercado de “Venture Capital” e “Private Equity” nos países em desenvolvimento pode ser classificada em dois grandes períodos. O primeiro período compreende a metade dos anos 90. Trata-se de um período caracterizado por otimismo e rápida expansão dos fundos gestores. No final do ano de 1999 existia mais de 100 fundos gestores na América Latina e desse total praticamente a maioria não existia na década anterior.

O período compreendido entre os anos de 1992 e 1997 representou o pico dos investimentos, com o valor dos novos investimentos crescendo a uma taxa de 114% ao ano. Essa expansão se deu em grande parte devido ao suporte de organizações bilaterais de desenvolvimento, bem como em função do apoio de organizações multilaterais de apoio ao desenvolvimento, como o “International Finance Corporation” (IFC). Durante esse período, os fundos que se instalaram na região procuravam seguir o modelo americano.

O segundo período compreende o final da década de 90 e é caracterizado pela não obtenção das expectativas dos fundos. A desempenho encontrava-se abaixo do esperado e as saídas dos investimentos estavam difíceis de serem materializadas. De um total de 227 investimentos em “Private Equity” ocorridos entre os anos de 1995 e a metade do ano 2000, apenas 7% dos investimentos obtiveram alguma forma de saída. Ou seja, os retornos estavam abaixo do esperado e a resposta dos fundos foi diminuir sua presença na região. Entre as principais questões apontadas por LEEDS e SUNDERLAND (2003) estão: baixos padrões de Governança Corporativa, sistema legal para resolução de disputas e o fraco mercado de capitais na região.



## **6.3 O Brasil**

### **6.3.1 Histórico da Atividade de Capital de Risco no Brasil (até 2002)**

A história do “Venture Capital” no Brasil pode ser dividida em três fases. Segundo PAVANI (2003), a primeira fase teve início na década de 70 com as iniciativas governamentais patrocinadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), cujo objetivo era financiar os projetos do II Plano Nacional de Desenvolvimento, aprovado no Governo Geisel. Nesse cenário, verifica-se que o primeiro investidor de “Private Equity” surgido no Brasil foi o BNDESpar, braço do BNDES destinado aos investimentos em capital de risco.

O mercado privado de “Venture Capital” e “Private Equity” teve seu início também em meados da década de 70, com o estabelecimento da Brasilpar, empresa advinda de uma parceria entre o Unibanco, Paribas, da AGF e de uma pessoa física. Porém o período de grande crescimento desse mercado ocorreu somente no final dos anos 90.

### **6.3.2 Evolução do Capital de Risco no Brasil**

Segundo informações da Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCap) e da Thomson Financial em pesquisas realizadas conjuntamente sobre o mercado brasileiro de “Private Equity” e “Venture Capital”, demonstrou-se que o mercado brasileiro de capital de risco experimentou um declínio de investimentos durante o período 2000 a 2002, em consequência das condições econômicas adversas tanto no Brasil como no mercado internacional.

Segundo resultados apurados na 1ª Pesquisa sobre o mercado brasileiro de “Private Equity” e “Venture Capital”, o total de empresas investidas foi de 183 e o total

investido foi de aproximadamente \$ 2,8 bilhões de dólares no período de 2000 a 2002. Embora tenha havido um declínio de 77% no montante investido em dólares (58% em reais) no mercado brasileiro, o número de empresas investidas no mesmo período cresceu 7%, de 72 em 2000 para 77 em 2002, demonstrando que o mercado permaneceu ativo. Comparativamente, para este mesmo período, os Estados Unidos mostraram um declínio de 70% no montante investido, e um declínio de 56% no número de empresas investidas, de 7540 empresas em 2000 para 3317 em 2002 segundo dados apurados pela Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCap) <sup>12</sup>.

Ainda segundo os dados obtidos pela pesquisa, depois de três anos consecutivos em queda os investimentos em capital de risco no Brasil aumentaram 7% de 2002 para 2003 (32% em dólar). Um total de 54 empresas brasileiras recebeu R\$ 1,3 bilhões em 2003, um crescimento em relação aos R\$ 1,2 bilhões em 2002. Apesar do número de empresas que receberam investimentos ter diminuído o investimento médio por empresa aumentou de R\$ 15,2 milhões em 2002 para R\$ 24 milhões em 2003. Esse aumento pode ser atribuído a alguns grandes investimentos feitos em empresas de energia e serviços públicos.

### **6.3.3 Distribuição dos Investimentos**

De acordo com a pesquisa realizada pela ABVCap, as indústrias não tecnológicas receberam a maior parte dos recursos nos últimos três anos no Brasil, aproximadamente 50% do total investido. Em seguida vem o grupo de empresas relacionadas a computadores e empresas de comunicações e mídia, representando mais 46 % do total investido. Apesar da dominância destes três setores no mercado, numa base ano a ano, estes vêm perdendo participação de mercado para os segmentos de semicondutores e saúde e biotecnologia.

---

<sup>12</sup> Antiga Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR)

Comparativamente ao mercado norte-americano, verificamos que o mercado brasileiro não possui a concentração em empresas de alta tecnologia. Conforme destacado anteriormente, os investimentos no Vale do Silício são responsáveis pela maior parte dos investimentos naquele país.

As empresas de saúde e biotecnologia receberam mais investimentos de capital de risco em 2002 do que as empresas relacionadas a computadores. Essa tendência também é percebida no mercado americano, pois o setor de biotecnologia é o segundo setor que recebe mais investimentos no país. Saúde e biotecnologia detêm ainda uma participação de mercado pequena, mas têm demonstrado um crescimento consistente durante o período de 2000 a 2002. O segmento de software e serviços para computadores representou um pouco mais de 1% do total de investimentos no período, ou seja, \$30 milhões de dólares investidos em 23 empresas entre 2000 e 2002.

Os investimentos em empresas “não tecnológicas” alcançaram R\$ 1,1 bilhões ou 86% do total. Nos últimos quatro anos este segmento permaneceu na liderança dos investimentos de capital de risco, demonstrando uma cautela dos investidores em relação às indústrias de alta tecnologia. Destaque para os setores de energia (gás natural e distribuição), pois os dois maiores investimentos representaram 51% de todos os investimentos feitos no Brasil no setor de empresas “não tecnológicas”. A MPX Termoeletrará, uma usina termoeletrica a gás no estado do Ceará, recebeu R\$ 363 milhões – o maior investimento brasileiro em 2003. A Companhia Paulista de Força e Luz – CPFL, uma empresa de energia elétrica de São Paulo recebeu aporte de R\$ 305 milhões.

As empresas de saúde e “ciências da vida” receberam aproximadamente R\$ 107 milhões ou 8% dos investimentos, um crescimento sobre os R\$ 28 milhões ou 2% dos investimentos em 2002. Por outro lado, os segmentos de comunicações, biotecnologia e empresas relacionadas a computadores sofreram um declínio no total de investimentos em 2003. As empresas de mídia e comunicações receberam R\$ 41 milhões em 2003, bem abaixo dos R\$ 351 milhões em 2002. O setor de biotecnologia registrou investimentos de R\$ 26 milhões, uma redução em relação aos R\$ 39 milhões em 2002. O setor de empresas relacionadas a computador

recebeu R\$ 15 milhões, uma diminuição frente aos R\$ 57 milhões recebidos no mesmo período do ano anterior.

#### **6.3.4 Distribuição por Estágio de Investimento**

A maior parte das empresas que recebeu investimentos no decorrer dos anos de 2000 a 2002 concentrou-se na fase de expansão, porque os investidores no Brasil têm evitado os altos riscos associados aos investimentos em empresas emergentes, ou em estágio inicial. No total foram investidos \$ 1,6 bilhões de dólares em empresas em estágio de expansão, representando 58% do total investido no período. Verifica-se que essa tendência está alinhada com as práticas do mercado norte-americano.

Aquisições representaram outros \$ 371 milhões de dólares do total investido em 2000-2002. Apesar de investimentos neste estágio terem representado apenas 13% do total investido, em 2002 verificamos um aumento no volume de negócios de aquisição e compra alavancada<sup>13</sup>.

Os gestores dos fundos de "Venture Capital" e "Private Equity" continuaram a investir em empresas em estágio de expansão num ritmo constante. Em 2003, 30 empresas receberam aproximadamente R\$ 534 milhões, menos que os R\$ 584 milhões nas 47 empresas em 2002.

Apesar dos investidores se mostrarem avessos ao risco elevado, 8% dos investimentos totais foram feitos em capital semente<sup>14</sup>. Este fato evidencia uma tendência saudável do mercado e premia os esforços da FINEP e do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) na abertura de novos fundos de empresas emergentes (com faturamento até R\$ 100 milhões) através da Instrução nº. 209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

---

<sup>13</sup> Em inglês *leverage buyout*

<sup>14</sup> Em inglês *seed capital*

### **6.3.5 Distribuição Regional dos Investimentos**

A pesquisa da ABVCap e da Thomson Financial também efetuou estudos sobre a distribuição geográfica dos investimentos em “Private Equity” e “Venture Capital” no Brasil. No período compreendido entre 2000 a 2002, a análise geográfica do mercado brasileiro mostrou que São Paulo foi o estado que teve o maior número de empresas beneficiadas com investimentos de capital de risco, 42% do total. As empresas do estado do Rio de Janeiro receberam 14%, seguidas pelo Rio Grande do Sul com 8%, Santa Catarina com 5 % e Minas Gerais com 3% do total de empresas beneficiadas durante o período.

Em 2003 a pesquisa indicou que São Paulo permaneceu como a região mais atrativa. Das 54 empresas investidas, 21 tinham sede neste estado. Minas Gerais alcançou 18% deixando o Rio de Janeiro em terceiro lugar com 15%. Em quarto lugar ficou o Rio Grande do Sul com 9% e Santa Catarina com quatro empresas e 7% em quinto.

## **7. OS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY”**

Este capítulo apresentará o problema de agência existente nas operações de “Venture Capital” e “Private Equity”. O problema de agência surge dos conflitos de interesse que existem na relação entre agente e principal. No caso das operações mencionadas, a parte que representa o agente é o empreendedor que recebe o investimento de um fundo gestor de “Venture Capital” ou “Private Equity”, que representa o principal. Além da descrição do problema de agência nas operações de “Venture Capital” e “Private Equity”, este capítulo apresenta a revisão da bibliografia relevante sobre o assunto.

De acordo com o trabalho de GOMPERS e LERNER (2001), a incerteza e a assimetria de informações geralmente caracterizam as empresas jovens, particularmente no segmento de alta-tecnologia. Nesse cenário, se todos os possíveis retornos da empresa empreendedora não podem ser previstos com precisão e se o esforço do empreendedor não pode ser medido de maneira precisa, torna-se difícil a preparação de um contrato financeiro entre as duas partes.

Os intermediários especializados, como por exemplo, os fundos de “Venture Capital” podem diminuir essa barreira de falta de informações e dessa maneira, permitirem que a empresa receba investimentos que dificilmente seriam recebidos de outras fontes. Uma das ferramentas utilizadas é a extensiva avaliação da empresa investida na fase anterior ao investimento e o intensivo monitoramento durante o investimento até dar-se o evento de saída. Uma das formas de monitoramento e de redução do problema de agência entre empreendedores e investidores são os contratos financeiros.

## 7.1 O Problema de Agência e os Contratos Financeiros

De acordo com HART (2001), o processo de contratação financeira pode ser descrito como todo e qualquer tipo de acordo que pode ser feito entre os financiadores e aqueles que necessitam de recursos. Normalmente aquele que necessita de um financiamento trata-se de um empreendedor com uma idéia, mas que geralmente não possui recursos financeiros suficientes para concretizá-la. Por outro lado, a grande maioria dos financiadores são indivíduos que possuem capital em abundância, mas estão em busca de idéias para aplicá-lo. Dessa maneira, a troca entre as partes constitui uma relação vantajosa.

No entanto, o processo de contratação financeira desperta um problema conhecido como problema de agência. Os autores JENSEN e MECKLING (1976) produziram o artigo clássico sobre o assunto. De acordo com esses autores, o valor econômico de uma empresa dependeria de determinadas ações dos gestores dessa empresa, principalmente no que diz respeito ao consumo de benefícios<sup>15</sup>. Esses benefícios representariam atrativos para o corpo gerencial, mas seriam de interesse nulo para os acionistas. Os autores usam essas idéias para explicar a relação de troca existente entre dívida e capital próprio.

De acordo com os autores, existem duas maneiras de se financiar a expansão de um negócio. Uma alternativa é a emissão de novas ações e a outra é a emissão de dívida. No primeiro caso haveria diluição da propriedade da empresa e o corpo gerencial da empresa passaria a ter incentivos para o consumo de benefícios. No segundo caso, isso só aconteceria nas emissões de dívida de valores elevados uma vez que os valores poderiam ser aplicados em ativos de alto risco.

A obtenção de lucros nesses projetos seria benéfica apenas ao proprietário da empresa enquanto que a obtenção de prejuízos poderia levar a empresa à falência e o prejuízo seria apenas dos credores. Dessa maneira, de acordo com os autores a relação ótima entre dívida e capital próprio é determinada no ponto em que o

---

<sup>15</sup> Em inglês *non-pecuniary benefits ou perks*

benefício marginal de evitar que o corpo gerencial obtenha benefícios é compensado pelo custo marginal de se causar um comportamento de alto risco. Esse problema é conhecido pelos economistas como um problema de agência. A melhor maneira para se lidar com esse problema ocorre por meio do estabelecendo um esquema ótimo de incentivo com o corpo gerencial da empresa.

Uma outra corrente literária fornece uma perspectiva diferente para o problema de agência. A base dessa teoria, que foi desenvolvida por MYERS e MAJLUF (1984), estabelece o conflito de interesses entre principal e agente com base no nível de informação que cada uma das partes possui nessa relação contratual. Os autores supõem que o corpo gerencial possui melhores informações sobre a empresa ou projeto a ser financiado do que os investidores. De acordo com essa corrente teórica, a informação representa um fator determinante na estrutura financeira estabelecida através dos contratos entre empreendedores e investidores.

No entanto, as duas correntes teóricas acima sofrem de algumas fraquezas, principalmente pelo fato de que ambas supõem que o corpo gerencial da empresa sempre está implicitamente sob algum tipo de esquema de incentivo.

## **7.2 Os Direitos de Controle e de Decisão**

Conforme descrito anteriormente, os problemas de agência por si só não explicam completamente a questão da estrutura financeira das empresas e dos projetos. A literatura recente sobre o assunto acrescenta um novo fator: os direitos de controle e decisão. Segundo HART (2001), o ponto principal dessa visão é que o relacionamento entre empreendedores e investidores não é estático e sim dinâmico.

Dessa forma, há uma série de eventualidades nessa relação que não podem ser previstas ou planejadas no momento do estabelecimento do contrato inicial entre as partes. De acordo com o autor, seria impossível escrever um contrato que levasse em consideração eventos futuros que no presente são completamente obscuros e para os quais não se pode determinar uma contingência. Os economistas utilizam o



termo “incompleto” para definir um contrato que não estabelece todas as futuras contingências. Dessa forma, a questão-chave que se impõe sobre esse tipo de contrato é como deverão ser tomadas as decisões futuras nos casos de eventualidades. Qual deverá ser o processo decisório a ser adotado?

A literatura sobre o assunto estabelece que, embora não possam ser adicionadas a um contrato todas as eventualidades possíveis, pode-se definir no momento da contratação qual será o processo de decisão a ser utilizado no caso de contingências ou eventualidades. Uma das formas de se estabelecer este processo é através da estrutura de capital, levando-se em conta a participação no capital da empresa por parte dos empreendedores e investidores.

No caso da participação no capital, uma das características principais é que os acionistas geralmente têm direito a voto. Ou seja, os acionistas têm o direito de decisão sobre a escolha dos membros do Conselho de Administração, que por sua vez irá tomar as decisões em nome da empresa, ou seja, possuirá o controle da empresa.

Por outro lado, no caso de dívida, os credores não têm o direito de escolher os membros do Conselho de Administração e nem de tomar decisões diretamente na empresa. No entanto, possuem outros direitos, como, por exemplo, poder recorrer a um juiz para decretar a falência de uma empresa no caso do não pagamento da dívida. Resumidamente podemos dizer que os acionistas possuem direitos de decisão quando a empresa é solvente e que os credores possuem direitos de decisão quando a empresa se torna insolvente.

De acordo com essa perspectiva, os direitos de decisão e controle são tão importantes quanto os fluxos de caixa. A decisão-chave nesse caso é como os direitos de decisão e de controle serão alocados entre as partes no momento inicial da contratação. Um exemplo pode elucidar o que a teoria de AGHION e BOLTON (1992) diz sobre a alocação dos direitos de decisão e controle. Os autores dão um exemplo de um modelo que considera um empreendedor individual, um investidor individual e um projeto.

A questão central é como deve ser alocado entre as partes o direito de decisões futuras. Para se responder a essa questão é necessário entender porque essa alocação de direitos de decisão é tão importante. Uma abordagem supõe se determinado indivíduo deve ou não investir seus recursos no aprendizado de como tornar um projeto mais lucrativo. Se esse indivíduo possui uma idéia e controla o projeto, pode implementá-la sem a influência de outros. Isso o incentiva a ter idéias e implementá-las. Por outro lado, se o projeto fosse controlado por um terceiro, no caso um investidor, a implementação da idéia estaria condicionada à sua permissão. Além disso, os resultados teriam que ser divididos entre as partes, o que diluiria os incentivos para o empreendedor.

Essa abordagem é utilizada na teoria da firma e também na teoria sobre contratos financeiros. AGHION e BOLTON (1992) procuram analisar como os direitos de controle afetam a relação de troca entre fluxos de caixa e benefícios privados<sup>16</sup>. Os autores assumem que um projeto resulta em um fluxo de caixa \$V e benefícios privados no valor de \$B. Nessa perspectiva, os investidores estariam interessados apenas nos fluxos de caixa enquanto que os empreendedores estariam interessados tanto nos fluxos de caixa quanto nos benefícios privados. Essa diferença de interesses criaria um potencial conflito entre o empreendedor e o investidor.

Exemplos de benefícios privados para os empreendedores seriam sua satisfação pessoal e sua reputação. Eles são importantes para os empreendedores, mas não tem valor algum para o investidor. Outros exemplos poderiam ser o nepotismo e a possibilidade de corrupção, ou seja, o controlador da empresa poderia se valer da sua posição para indicar partes relacionadas para posições-chave na empresa, bem como poderia desviar verbas da empresa para benefício próprio.

A partir desses exemplos, podemos notar que os benefícios privados de controle podem induzir a um conflito de interesses entre empreendedores e investidores. A questão de como resolver esse problema depende em grande parte do fato de quem terá o direito de decisão uma vez que a relação esteja em andamento, ou seja, ao longo do contrato entre as partes.

---

<sup>16</sup> Em inglês *private benefits*. Equivalem aos *non-pecuniary benefits* descritos anteriormente por Jensen e Meckling.

Ainda considerando-se o exemplo de um único empreendedor e investidor, suponha que o empreendedor receba a fração  $X$  dos fluxos de caixa de um projeto e que os investidores tenham direito ao restante dos fluxos de caixa. Suponha ainda que o projeto seja estabelecido na data zero e que todas as decisões e os benefícios ocorrerão apenas na data um. Abaixo as funções-objetivo do empreendedor e do investidor:

Empreendedor:  $\text{Max } B + XV$

Investidor:  $\text{Max } (1-X)V$  (similar a  $\text{MAX } V$ )

Para auxílio também é útil estabelecer a função de um indivíduo que busque a eficiência de Pareto. Nesse caso o máximo valor seria atingido através da maximização tanto de  $B$  quanto de  $V$ . Ou seja, fica claro que as funções-objetivo são distintas e que um fator importante é o fato de quem terá o direito de decisão ao longo da relação entre as partes.

Considerando-se um contrato estabelecido na data zero. As partes possuem dois instrumentos à sua disposição: o percentual de alocação dos direitos sobre os fluxos de caixa, representado por  $X$ , e a alocação dos direitos de controle. Os autores consideram para simplificação que as partes dividem os fluxos de caixa de forma linear, porém o fato de muitos contratos estabelecerem o uso de debêntures conversíveis ou ações preferenciais não invalida as descobertas.

Além disso, para simplificação do modelo, os autores supõem que o empreendedor toma a decisão de permanecer ou abandonar o projeto no estágio de assinatura do contrato. Também supõem que ambas as partes são neutras em relação ao fator risco. Dessa forma, o empreendedor iria escolher o contrato que maximizasse suas expectativas de retorno sujeito a obtenção do ponto de equilíbrio do investidor.

Um outro fato importante é considerar dois contratos extremos. De um lado um contrato em que o empreendedor tem todos os direitos sobre os fluxos de caixa e também todos os direitos de decisão. Do outro lado um contrato em que todos os

direitos sejam alocados ao investidor. Nenhum deles é possível na prática uma vez que no primeiro caso o investidor não obtém retorno sobre o investimento e no segundo nenhum benefício privado é conquistado pelo empreendedor, ou seja, o empreendedor, nesse caso seria um simples empregado. Diante dessa situação a questão-chave é onde se situa o contrato ótimo entre esses dois extremos?

Para explicar o fato AGHION e BOLTON (1992) supõem que qualquer que seja a decisão tomada na data um, o projeto produz um fluxo de caixa de pelo menos  $C$  (descontado para a data zero). Dessa forma, ao investidor pode ser concedido um empréstimo sem risco com o valor  $C$  e ao empreendedor podem ser alocadas as ações. Esse contrato é possível porque o investidor atinge o ponto de equilíbrio e também é ótimo porque não há ineficiência, o empreendedor maximiza  $B + V$ . Infelizmente, num mundo de incertezas, parece pouco provável que os fluxos de caixa do projeto sejam grandes o suficiente para suportar um empréstimo sem risco no valor de  $C$ .

Com a finalidade de entender o que seria um contrato ótimo, imagine que as partes podem antecipar certos eventos que ocorrerão na data um. Um exemplo pode ser representado por uma empresa que apresenta baixos resultados, principalmente em função de seus produtos não fazerem sucesso no mercado e seus produtos não estão vendendo bem. Num caso oposto, imagine uma empresa que possui altos retornos e que seus produtos vendem bem. A vantagem de se alocar os fluxos de caixa e os direitos de controle entre as partes será diferente em cada um dos casos. Segundo AGHION e BOLTON (1992), os investidores devem ter controle e direitos de fluxo de caixa no primeiro tipo de evento e que o empreendedor deve ter controle e possivelmente direitos de fluxo de caixa no segundo tipo de evento. A razão é que dando ao investidor o controle e os direitos sobre os fluxos de caixa gera um resultado eficiente e torna mais fácil a obtenção do ponto de equilíbrio do investidor. No segundo caso ao se dar o controle ao empreendedor previne a ineficiência e é consistente com a restrição do investidor de se atingir o ponto de equilíbrio.

Uma comprovação empírica da teoria de AGHION e BOLTON (1992) pode ser encontrada num artigo publicado em 2000 por KAPLAN e STRÖMBERG, no qual foram realizadas pesquisas sobre os investimentos de "Venture Capital". O modelo

de AGHION e BOLTON (1992) descrito anteriormente e que considera um único empreendedor, um único investidor e um projeto é bastante adequada à situação existente na relação entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital”.

As principais conclusões do trabalho de KAPLAN e STRÖMBERG (2000) serão descritas a seguir.

Os financiamentos de “Venture Capital” permitem que as partes aloquem separadamente seus direitos sobre fluxos de caixa, voto, eleição dos representantes do Conselho de Administração, liquidação e controle. Esses direitos, bem como as rodadas futuras de financiamento são contingentes a medidas observáveis do desempenho financeiro e não financeiro da empresa investida. Caso a empresa investida apresente baixo desempenho, os fundos de “Venture Capital” podem obter o controle total da empresa investida. Caso contrário conforme melhora o desempenho da empresa investida, mais os empreendedores passam a ter direitos de controle. Geralmente, os fundos de “Venture Capital” possuem menores níveis de controle após as primeiras rodadas de investimento. O principal instrumento financeiro/contratual utilizado nas operações efetuadas no mercado americano para a alocação dos direitos de controle é a ação preferencial conversível.

As descobertas de KAPLAN e STROMBERG (2000) estão de acordo com o exposto por AGHION e BOLTON (1992):

- O modelo enfatiza a independência entre os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos de controle a possibilidade de poderem ser usados de formas distintas;
- O modelo prediz que a alocação dos direitos será feita de acordo com a extensão dos possíveis eventos que possam ocorrer;
- O único fator abordado no estudo de KAPLAN e STRÖMBERG (2000) que não é inteiramente derivado do modelo de AGHION e BOLTON (1992) é o fato de os gestores do fundo de “Venture Capital” assumirem os direitos de

controle e fluxo de caixa no caso da empresa investida apresentar um desempenho abaixo dos padrões negociados anteriormente entre eles e os empreendedores.

## **8. CARACTERÍSTICAS CONTRATUAIS DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” NOS ESTADOS UNIDOS**

Este capítulo demonstra como os conflitos de interesse entre principal e agente, no contexto das operações de “Venture Capital” e “Private Equity”, podem ser resolvidos ou mitigados através de determinadas cláusulas presentes nos contratos financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity”.

Em função do problema de incentivo descrito e analisado no capítulo anterior, o mercado de “Private Equity” e “Venture Capital” desenvolveu procedimentos e práticas contratuais que estão bastante adaptadas aos ambientes com incerteza e assimetria de informação.

Os contratos estabelecidos entre os gestores de fundos de “Venture Capital” e os empreendedores são caracterizados por:

- Dividir o aporte de capital a ser investido em etapas e preservar a opção de abandono ao longo do projeto;
- Usar sistemas de recompensa de desempenho/remuneração baseados na geração de valor;
- Preservar maneiras de forçar o corpo gerencial da empresa investida a distribuir os resultados do investimento.

## **8.1 O Relacionamento entre os Fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e os Empreendedores**

Essa relação é baseada por incerteza quanto ao desempenho da empresa a ser investida e também é caracterizada pela assimetria de informações entre os dois lados. Para resolver esses conflitos, o problema pode ser atacado de diversas maneiras diferentes. Segundo SAHLMAN (1991), em primeiro lugar, os fundos de “Venture Capital” estruturam o investimento de forma que elas possam manter o controle acionário da empresa investida. Para isso utiliza-se a injeção parcial de capital. Em segundo lugar, são estabelecidos esquemas de recompensa de desempenho/remuneração que proporcionem os incentivos desejados. Em terceiro lugar, há um envolvimento direto na gestão da empresa investida. Por último são utilizados mecanismos que permitam liquidez ao investimento.

### **8.1.1 Estabelecendo o Comprometimento de Capital e Outros Mecanismos de Controle**

O fundo de “Venture Capital” investe somente parte do capital necessário para cumprir o plano de negócios e procura diversificar sua carteira de investimentos com investimentos em empresas em diversos estágios de desenvolvimento e em setores com baixa correlação. Um outro fator é que existem mecanismos estabelecidos em contrato que permitem ao fundo de “Venture Capital” o direito de abandonar um projeto com perspectivas ruins. Também se trata de uma maneira de incentivar o empreendedor a fazerem o melhor uso do capital investido, uma vez que ele é um recurso escasso.

Para encorajar os empreendedores e principais executivos da empresa a não fazer um uso inadequado do capital investido algumas sanções podem ser aplicadas. Geralmente essas podem ocorrer de duas formas distintas. A primeira delas é que os incrementos de capital invariavelmente diluem a participação acionária dos



empreendedores a taxas punitivas e a segunda é que a injeção parcial de recursos permite ao fundo de “Venture Capital” encerrar completamente o negócio.

Os fundos de “Venture Capital” também podem controlar a gestão da empresa investida por meio da eleição ou demissão de executivos. Além disso, existem algumas outras cláusulas contratuais que podem ser aplicadas, entre elas destacam-se:

- Recompra de ações de funcionários que deixam a empresa;
- Aplicação de quarentena para os executivos que deixam a empresa investida;
- Direitos de investimento adicional;
- Assunção direta do controle do Conselho de Administração.

### **8.1.2 Esquemas de Recompensa de Desempenho/Remuneração**

Geralmente os empreendedores envolvidos em operações de “Venture Capital” e “Private Equity” aceitam salários “baixos” em troca de participação acionária nas empresas. No entanto, essa participação só é interessante no caso de a empresa gerar valor de forma a criar uma oportunidade de se transformar esses ativos em caixa. Dessa maneira, há um alinhamento de interesses entre os dois lados. Esses esquemas de recompensa de desempenho/remuneração penalizam o baixo desempenho dos empreendedores e dos principais executivos da empresa investida. Sem determinadas sanções os empreendedores poderiam ter um incentivo para aumentar o risco da empresa sem o correspondente aumento no retorno. As sanções combinadas com o papel ativo dos fundos gestores na administração da empresa investida, ajuda a mitigar o incentivo pelo aumento do risco.

### 8.1.3 Envolvimento Ativo

O envolvimento ativo do investidor se dá através das seguintes maneiras: participação no Conselho de Administração, ajuda no recrutamento, seleção e remuneração dos principais executivos, participação no planejamento estratégico e na estruturação de transações de fusão e aquisição (operações de saída do investimento). Essas ações reduzem a assimetria de informação e protegem os interesses do fundo de “Venture Capital”. A saída do investimento é facilitada pelo estreito relacionamento entre os fundos de “Venture Capital” e os bancos de investimento auxiliam as ofertas públicas iniciais de ações (IPO's) e também nas operações de fusão e aquisição.

### 8.1.4 Mecanismos Relacionados à Liquidez

Tanto os fundos gestores de “Venture Capital” e “Private Equity” desejam a conversão de seus ativos em caixa ou equivalentes, no entanto pode haver desacordo entre as partes com relação ao período e método de saída do investimento. A melhor forma utilizada para mitigar o problema é o uso da ação preferencial conversível<sup>17</sup>.

O uso da ação preferencial conversível com direito a dividendos cria um mecanismo que gera renda de um investimento mesmo se a empresa investida for marginalmente bem sucedida. A maior parte dos contratos diferem o pagamento de dividendos até que o Conselho de Administração permita o seu pagamento, mas porque os gestores dos fundos geralmente controlam o Conselho de Administração, eles podem decidir ou não pelo pagamento. Já que nos Estados Unidos os dividendos não podem ser abatidos para fins de tributação, a penalização pelo pagamento dos dividendos é muitas vezes onerosa.

---

<sup>17</sup> No Brasil não há instrumento equivalente a Ação Preferencial Conversível (*Convertible Preferred Stock*)

### **8.1.5 Uso do Contrato para escolha dos Empreendedores**

Uma característica principal do contrato estabelecido entre empreendedores e gestores de fundos é que o risco é transferido do fundo de “Venture Capital” para o empreendedor. O fato de o empreendedor aceitar assumir esse risco indica que ele possui confiança no negócio que gerencia e que acredita que seja capaz de cumprir as metas estabelecidas. Dessa forma, os gestores de fundos de “Venture Capital” podem avaliar corretamente e separar os bons empreendedores dos ruins.

### **8.1.6 Técnicas de Avaliação**

Trata-se de um método utilizado pelos gestores dos fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” para selecionar os empreendedores. Na escolha dos projetos potenciais, os gestores de fundos geralmente utilizam técnicas padrão, incluindo o seguinte método (conhecido como “Venture Capital Method”):

- a) uma projeção é feita refletindo a obtenção de metas de longo prazo;
- b) O gestor do fundo estima o provável valor terminal do investimento;
- c) O valor terminal é convertido a valor presente por altas taxas de desconto, geralmente de 40% a 60%;
- d) A proporção das ações da empresa investida que será detida pelo fundo é calculada pela relação entre o investimento requerido e o valor presente.

O fator determinante no processo de avaliação é qual será a taxa de desconto utilizada. Ela geralmente varia de acordo com o estágio do negócio e é bastante alta. Em teoria essa taxa de retorno requerida deveria refletir a taxa livre de risco da economia agregada ao risco sistemático do ativo e ao prêmio de risco de mercado. Também se deve levar em consideração a liquidez do ativo, a compensação pelo

valor adicionado pelo fornecedor de capital e a compensação pelo porte da empresa<sup>18</sup>.

O uso de taxas altas também vem do fato de que as projeções feitas pelos empreendedores contêm vieses que são ajustados com o uso de uma taxa de desconto superior. No entanto, o uso de taxas altas pode fazer com que muitos empreendedores busquem fontes alternativas de capital e deixem para “Venture Capital” somente aqueles que não possuem alternativa de financiamento.

## 8.2 O Processo de Investimento – Características Contratuais

O principal documento que governa a relação entre um fundo de “Venture Capital” e o empreendedor é o acordo de acionistas<sup>19</sup>. No mercado norte-americano, esse tipo de contrato fixa o valor e a distribuição do investimento ao longo do tempo, dado que os fundos de “Venture Capital” investem mais de uma vez ao longo da vida da empresa investida. Tanto SAHLMAN (1991) quanto KAPLAN e STRÖMBERG (2001) apontam em seus estudos que essa é a forma mais utilizada nas operações de “Venture Capital” no mercado norte-americano. Grande parte dos investimentos é feita sob a forma de uma ação preferencial conversível. Os termos geralmente especificados são:

- Preço de conversão – pode variar de acordo com o desempenho da empresa;
- Preferência na liquidação da empresa e os possíveis eventos que disparariam uma liquidação da empresa;
- Taxa de Dividendos, Termos de Pagamento e Direitos a Voto.

Geralmente a ação preferencial conversível não paga dividendos em períodos regulares e pré-estabelecidos, mas segundo decisão da cúpula de direção da

---

<sup>18</sup> Em inglês a compensação pelo porte da empresa é conhecida como *size premium*

empresa. Algumas ações preferenciais têm provisões que determinam a apuração de dividendos, mas postergam/diferem o pagamento dos mesmos.

De acordo com KAPLAN e STRÖMBERG (2001) das 213 rodadas de financiamento que foram analisadas em seus estudos no período de 1992 a 1999, 204 apresentavam essa modalidade de contrato. No entanto, eles apontaram para o fato de que muitas vezes outros tipos de títulos são utilizados paralelamente à ação preferencial conversível. Das 213 rodadas analisadas, apenas 170 apresentavam somente a modalidade de ação preferencial conversível sem a adição de nenhum outro instrumento. As formas alternativas poderiam ser o uso de múltiplas classes de ações ordinárias ou a combinação de ações preferenciais com ações ordinárias.

### **8.2.1 A Ação Preferencial Conversível e o Mercado de “Venture Capital”**

#### **8.2.1.1 Direito de Propriedade, instrumentos financeiros e empresas empreendedoras.**

Segundo GOMPERS (1997), a noção de propriedade e controle é fundamental para o entendimento das propriedades contidas na ação preferencial conversível. A noção comum sobre controle é a de que se um indivíduo possui mais do que 50% de participação no capital votante de uma empresa ele possuirá o controle sobre a mesma. No entanto em certos tipos de investimentos esse não é o melhor arranjo financeiro a ser realizado.

As empresas iniciantes<sup>20</sup> que recebem investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity” estão sujeitas a inúmeros conflitos de interesse, conforme detalhado no Capítulo 7. Particularmente nos casos de empresas emergentes inovadoras, o

---

<sup>19</sup> Em inglês *stock purchase agreement*

<sup>20</sup> Em inglês *startups*

capital intelectual do empreendedor é um dos fatores determinantes para o sucesso da nova empresa.

Existem diversas maneiras de se incentivar esse empreendedor a aplicar seu capital intelectual e sua energia empresarial no novo negócio de forma a torná-lo um sucesso no futuro. Se a participação no capital que é detida pelo empreendedor é usada como mecanismo de incentivo, faz-se necessária uma participação acionária grande para garantir um nível de esforço adequado. Caso contrário o incentivo para o empreendedor passará a ser o consumo dos benefícios privados, conforme já descrito anteriormente quando se analisou o conflito de interesses entre principal e agente.

Caso a participação majoritária no controle seja do empreendedor, o investidor<sup>21</sup> de “Venture Capital” e “Private Equity” fica sem mecanismo para controlar outros conflitos e situações de contingência que possam surgir durante a relação entre eles. No caso de os investidores entenderem que existem potenciais áreas de conflitos de interesse, eles podem explicitamente assegurar o direito de voto majoritário nas decisões para si mesmos. Essa separação entre a participação no capital e os direitos de controle através do voto majoritário aumenta a eficiência e a probabilidade de sucesso do investimento.

Segundo GOMPERS (1997), o uso de cláusulas contratuais de compromisso restritivo<sup>22</sup> assegura o direito de controle aos investidores através de participação majoritária no Conselho de Administração. Essa participação permite maior proteção em relação àquelas situações que podem ser potencialmente prejudiciais a eles e essa proteção é proporcional à intensidade dos conflitos de interesse que possam surgir.

O uso do modelo norte-americano de ação preferencial conversível também pode ser entendido nesse contexto. GOMPERS desenvolve um modelo simples de

---

<sup>21</sup> O investidor de “Venture Capital” e “Private Equity” é representado na empresa investida pelo gestor do fundo

<sup>22</sup> Em inglês *covenants* ou *restrictions*

financiamento de “Venture Capital” que combina risco moral<sup>23</sup> e seleção adversa. O modelo mostra que sob condições simples a ação preferencial conversível domina estocasticamente o instrumento simples de endividamento<sup>24</sup> e a participação acionária no capital como a forma escolhida pelos gestores de fundos de “Venture Capital”.

A ação preferencial conversível funciona tanto como um sistema de incentivo para o empreendedor (na medida em que permite ao empreendedor a divisão dos ganhos resultantes do sucesso da empresa investida ao mesmo tempo em que não incentiva o aumento do risco do negócio) como também tem a função de seleção (na medida em que torna o investimento pouco atrativo para os maus empreendedores). O modelo prevê a possibilidade de conversão de preferencial sem direito a voto em ações ordinárias até que os gestores de fundos de “Venture Capital” tenham certeza absoluta de que o investimento será bem sucedido. Essa confirmação pode vir por meio de um IPO ou quando a empresa não consegue atingir determinado nível de desempenho pré-estabelecido.

A escolha do instrumento financeiro a ser utilizado num investimento determina a alocação dos fluxos de caixa e o incentivo para o gestor do fundo de “Venture Capital” intervir na empresa investida. A intervenção implica em custos fixos e é relativamente mais valiosa nos casos em que os retornos do investimento são baixos, permitindo ações que possam corrigir os rumos da empresa de forma a gerar maiores retornos. A intervenção é menor nos casos em que utiliza somente dívida e maior nos casos em que se escolhe o mecanismo de investimento através de participação acionária. A escolha pela ação preferencial conversível proporciona o grau ideal de intervenção e proteção ao gestor de fundos de “Venture Capital”. Além disso, essa modalidade de investimento proporciona a melhor forma para a saída de um investimento.

---

<sup>23</sup> Em inglês *moral hazard*

<sup>24</sup> Em inglês *pure debt instrument*

### 8.2.1.2 Termos e Condições do Contrato de Ações Preferenciais Conversíveis

A seguir serão descritos os principais componentes de um contrato envolvendo a ação preferencial conversível. O primeiro ponto a ser estabelecido pelo contrato é o preço de conversão, que é usualmente estabelecido como o preço de compra da ação preferencial conversível. Assegura-se a conversão de uma ação preferencial para uma ação ordinária. O contrato também estabelece algumas cláusulas anti-diluição para garantir que o empreendedor não tente tirar proveito através de bonificações<sup>25</sup> ou pagamento de dividendos especiais. Geralmente são estabelecidos no contrato fórmulas para o ajuste do número de ações ordinárias nas quais as ações preferenciais poderão ser convertidas.

No entanto, SAHLMAN (1991) aponta para o fato de que os termos de conversão podem ser flexíveis e que geralmente estão atrelados ao desempenho da empresa. O estabelecimento de termos de conversão flexíveis permite que se altere a relação de risco e retorno do investimento. Trata-se de uma forma de alinhar as expectativas futuras do empreendedor e do gestor com relação ao desempenho do investimento.

A intenção é desencorajar os empreendedores a superestimar suas projeções sobre os resultados futuros da empresa, de forma a aumentar a avaliação inicial sobre o valor da empresa e ao mesmo tempo encorajar os empreendedores a gerar valor para a empresa investida. A incorporação desse tipo de cláusula serve como uma ferramenta de negociação para lidar com as opiniões sobre o desempenho futuro da empresa.

Uma outra cláusula importante do contrato trata dos eventos que disparariam uma conversão automática. Ofertas públicas iniciais acima de um certo tamanho pré-especificado disparariam a conversão das ações preferenciais. De acordo com GOMPERS (1997), essa conversão automática e a eliminação concomitante das cláusulas de compromisso restritivo representam uma opção de compra. Ele argumenta que essa conversão automática no momento do IPO é parte integral do

---

<sup>25</sup> Em inglês *stock splits*



mercado de “Venture Capital” e uma razão para que o mercado de ofertas públicas iniciais seja tão importante para as operações de “Venture Capital”.

Além da conversão automática no momento do IPO, muitos contratos contêm cláusulas determinando a conversão caso outras condições mínimas não sejam atingidas. Muitas dessas condições estão atreladas a informações contábeis, nível das receitas, níveis de vendas entre outros. Trata-se de níveis mínimos estabelecidos que se ultrapassados determinam que o projeto está numa trajetória de sucesso e evidenciam as qualidades do empreendedor.

Segundo SAHLMAN (1991), a questão tributária também justifica o uso da ação preferencial conversível. O uso da ação preferencial conversível na estrutura de capital acarreta que o valor econômico das ações ordinárias é diminuído por causa da prioridade dada à ação preferencial conversível. Além disso, é usual nos Estados Unidos que as ações ordinárias adquiridas pelo empreendedor e administradores tenham um valor de 10% do preço de conversão. Como o valor econômico da ação ordinária é igual ao preço de conversão, os empreendedores e os principais administradores da empresa investida não são imediatamente tributados sobre o ganho de capital por causa da distinta natureza e direitos dos títulos (ações preferenciais e conversíveis).

### **8.2.1.3 Tributação**

Essa questão tributária é melhor explorada no trabalho de GILSON e SCHIZER (2002). A grande maioria dos artigos a respeito do assunto atribui o uso de ações preferenciais a três fatores básicos: preferência por dividendos, preferência por liquidação e alocação do controle. No entanto, os autores afirmam que tais aspectos dos contratos financeiros ótimos, embora importantes, não explicam realmente a preferência pelo uso de ações preferenciais conversíveis. A perspectiva apresentada pelos autores engloba a questão tributária como aquela que prevalece para a adoção desse tipo de arranjo contratual no mercado norte-americano.

O uso da ação preferencial conversível provoca impactos na avaliação econômica das ações ordinárias. No caso em que tanto os empreendedores como os gestores de fundos de “Venture Capital” recebem ações idênticas aproximadamente no mesmo momento e o fundo gestor paga mais do que o valor pago pelos empreendedores, a legislação tributária americana estabelece o senso comum: o preço pago pelo fundo gestor acaba ditando o valor de mercado da ação ordinária e a diferença entre o valor pago pelo fundo e o valor pago pelos empreendedores e pelos principais executivos será tributado como renda ou como ganho de capital, independentemente se essa compensação é estruturada como uma compra direta ou como uma opção.

Para evitar o resultado descrito acima, o planejamento tributário é estruturado de forma a manter fixo, de um lado a avaliação econômica que será usada como base para a tributação do empreendedor e dos principais executivos e de outro lado, o preço pago pelo fundo gestor de “Venture Capital” pelo investimento. Essa é a razão tributária para se utilizar a ação preferencial conversível ao invés da ação ordinária. No Apêndice A serão exploradas as situações que evidenciam a importância do valor da ação ordinária no tratamento fiscal como retorno compensatório<sup>26</sup> ou retorno de um investimento<sup>27</sup> e que reforçam a importância do uso da ação preferencial conversível como arranjo contratual típico entre empreendedores e gestores de fundos de “Venture Capital”.

Suponha o caso em que o fundo investidor receba ações preferenciais conversíveis com uma preferência de liquidação de valor idêntico ao pago, USD 100 e que os empreendedores recebam ações ordinárias pagando o preço de USD 1. O valor das ações ordinárias se a empresa fosse liquidada imediatamente seria de apenas um dólar, igual ao valor pago pelos empreendedores e nesse caso, a menos que as autoridades tributárias questionassem essa avaliação econômica baixa, o retorno total dos empreendedores e dos principais executivos seria tratado como retorno de

---

<sup>26</sup> Em inglês *compensatory return*. A premissa para se tratar como *compensatory return* é a de que o empreendedor está recebendo uma remuneração pelos serviços prestados ao invés de propriedade intelectual.

<sup>27</sup> Em inglês *investment return*. A premissa para se tratar como *investment return* caracteriza a contribuição do empreendedor como propriedade, o que o isentará de qualquer tributação até que venda esse ativo, quando sofrerá uma tributação a taxas menores do que aquelas aplicadas no caso do *compensatory return*.

um investimento e estaria sujeito ao diferimento dos impostos e a baixas alíquotas. Trata-se de uma estratégia bastante comum, e os especialistas em matéria tributária a descrevem como uma importante razão para garantir aos fundos gestores as ações preferenciais conversíveis.

Determinar o valor justo de mercado das ações ordinárias num momento de liquidação é economicamente ingênuo. De fato, se a prioridade na liquidação não tem valor em empresas iniciantes, principalmente no setor de alta tecnologia, as ações preferenciais não deveriam valer muito mais do que as ações ordinárias. No entanto, o valor de uma ação ordinária numa estrutura de capital que também possua ações preferenciais é determinado por seu valor da sua opção<sup>28</sup>. Numa empresa que recebeu investimentos de “Venture Capital”, a ação ordinária funciona efetivamente como uma opção de longo prazo com grande variância, de forma que o seu valor será substancial, aproximando-se do valor pago pelo fundo gestor de “Venture Capital” pela ação preferencial, que, em essência, é uma opção.

Apesar da agressividade de se usar o valor de liquidação como base para determinação do valor econômico, a prática é bastante comum e geralmente não é questionada pelas autoridades americanas. Os autores dizem que as autoridades tributárias americanas nunca conseguiram questionar com sucesso a visão de que a emissão de ações com preferência de liquidação, comumente conhecidas como ações preferenciais conversíveis, possa diminuir o valor em um quantia igual à preferência, dessa forma reduzindo a ação ordinária ao seu valor marginal.

Dessa forma, observa-se que nos Estados Unidos, além das razões apontadas por SHALMAN (1991) já descritas anteriormente, a questão tributária, apesar de questionável, aparece como a razão que prevalece para o uso da ação preferencial conversível nas operações de “Venture Capital”.

Situação parecida à da ação preferencial conversível poderia ser obtida com arranjos diferentes, porém sem a mesma eficiência. O uso de dívida conversível ou a combinação de ações preferenciais com ações ordinárias ainda impõe algumas

---

<sup>28</sup> Ver Fischer Black e Myron Scholer; The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973)

desvantagens tributárias aos empreendedores e investidores e uma terceira alternativa, o uso de uma parceria nos lucros como forma de incentivo, embora aparentemente mais eficiente que a ação preferencial conversível, acarreta alguns custos adicionais além de ser considerada uma operação muito complexa e pouco familiar aos empreendedores e executivos.

#### **8.2.1.4 Cláusulas de Compromisso Restritivo nas Escrituras das Ações Preferenciais Conversíveis**

Adicionalmente às cláusulas de conversão, os contratos envolvendo ações preferenciais conversíveis contêm uma série de cláusulas de compromisso restritivo com a finalidade de limitar um comportamento não desejável por parte do empreendedor. O contrato, por exemplo, pode estabelecer o número de assentos no Conselho de Administração que serão ocupados pelo gestor de fundos de “Venture Capital”. O controle do Conselho de Administração é importante, pois serve como mecanismo de controle sobre o corpo gerencial da empresa investida.

Os mecanismos de controle dão aos gestores de fundos de “Venture Capital” controle sobre aspectos específicos da empresa. Certas ações são expressamente proibidas ou então requerem a aprovação da maioria dos membros do Conselho de Administração. Essas características do contrato separam os direitos de controle dos direitos sobre os fluxos de caixa. A ação preferencial conversível sempre tem prioridade de recebimento do principal em relação à ação ordinária enquanto não for convertida. Muitos contratos contêm também considerações adicionais à ação preferencial conversível, o que acaba fazendo com que os detentores de ações preferenciais conversíveis possuam uma “super-prioridade” em relação aos detentores de ações ordinárias.

Da perspectiva de recebimento, a venda da empresa em um processo de aquisição é geralmente tratada como liquidação. Essa “super-prioridade” acaba inibindo o empreendedor de tomar decisões precipitadas com relação à liquidação da empresa. Caso o gestor de fundos de “Venture Capital” tivesse investido em ações ordinárias

que tivessem a mesma prioridade que as do empreendedor, o empreendedor poderia preferir a liquidação antecipada para receber sua parcela do investimento. Suponha o caso em que o fundo gestor investiu dois milhões de reais em ações ordinárias de uma empresa embrionária na qual o empreendedor detém 75% da empresa. Nesse caso, o empreendedor poderia preferir liquidar imediatamente na empresa logo após o investimento e sair do negócio com um milhão e meio de reais. Ou seja, quanto maior a exposição a riscos do fundo gestor, maior a necessidade de cláusulas de natureza restritiva.

Uma outra cláusula presente nos contratos com ações preferenciais conversíveis são os direitos de resgate<sup>29</sup> contra o empreendedor. Esse direito garante ao gestor de fundos de “Venture Capital” o direito de que a empresa recompre suas ações pelo valor de face do investimento a qualquer momento da relação contratual entre as partes. Serve para o propósito de garantir que os investidores terão o retorno do seu investimento de volta.

Um outro fator restritivo, também presente nesse tipo de contrato, é a venda de ativos abaixo de um limite pré-estabelecido. Isso evita que o empreendedor aumente o perfil de risco da empresa e também que sejam feitos acordos não lucrativos com partes relacionadas. Também está presente a preocupação com as mudanças no controle da empresa. Dessa maneira, existem cláusulas que proíbem que os empreendedores vendam parte ou a totalidade de sua participação na empresa. O mesmo caso acontece para as operações de venda ou fusão sem a prévia autorização dos gestores de fundos de “Venture Capital”. No momento do investimento, o maior ativo para o gestor do fundo é o capital intelectual dos empreendedores e a saída dos mesmos deve ter prévia autorização dos gestores. Da mesma forma que a venda de ativos deve ser aprovada, a compra também deve ser aprovada de forma a evitar-se mudanças radicais na estratégia da empresa ou então o simples desperdício de dinheiro.

Finalmente, existem nesses contratos restrições com relação à emissão de títulos da empresa investida sem a prévia aprovação dos investidores. Em alguns dos casos a

---

<sup>29</sup> Em inglês redemption rights

restrição abrange apenas novas ações preferenciais, mas em outros casos proíbe-se a emissão de qualquer outro tipo de título. Essa restrição ajuda a evitar que haja transferência de valor dos atuais acionistas para os novos portadores dos títulos.

As conclusões de GOMPERS (1997) também são observadas nos trabalhos realizados por SCHMIDT (2003). O modelo desenvolvido por esse autor procura explicar a razão do uso da ação preferencial conversível como forma de resolver os problemas de incentivo entre principal e agente. É uma ferramenta utilizada para induzir que ambas as partes invistam de forma eficiente no negócio.

O mecanismo de incentivo por trás desse tipo de contrato explora o fato de que o fundo de “Venture Capital” irá investir somente se exercer seus direitos de conversão e que essa conversão só ocorrerá se o empreendedor tiver trabalhado o suficiente no negócio, o que significa que o empreendedor fará seus melhores esforços para isso.

Um outro fato é que a ação preferencial conversível implementa investimentos eficientes somente se a contribuição do fundo de “Venture Capital” para o projeto for suficientemente importante. Ou seja, pode-se dizer que as ações preferenciais conversíveis são usadas de forma a permitir que se aloquem os direitos de fluxo de caixa entre diferentes partes de acordo com as condições do investimento. Para a alocação dos direitos de controle GOMPERS (1997) afirma que o uso de cláusulas de compromisso restritivo é a forma mais bem utilizada.

As cláusulas de compromisso restritivo se destinam a dar aos fundos de “Venture Capital” o direito de controle sobre o Conselho de Administração, aprovação de despesas, liquidação da empresa e até mesmo o direito de substituição do empreendedor no caso de problemas de desempenho. GOMPERS (1997) também afirma que o estabelecimento desses direitos de controle ocorre de maneira independente da estrutura financeira da empresa. Dessa maneira, podemos concluir que essas cláusulas de compromisso restritivo são mais usadas para a alocação dos direitos de controle enquanto que a ação preferencial conversível é mais utilizada para a alocação dos direitos sobre os fluxos de caixa.

## **9. CARACTERÍSTICAS CONTRATUAIS DOS INVESTIMENTOS DE “VENTURE CAPITAL” E “PRIVATE EQUITY” NO BRASIL**

No Capítulo anterior descrevemos o principal instrumento contratual utilizado no mercado americano para as operações de “Venture Capital” e “Private Equity”. Neste capítulo descreveremos os principais aspectos contratuais observados em um estudo de caso realizado no mercado brasileiro, bem como os principais arranjos contratuais existentes no Brasil e que regulam atualmente as operações de “Venture Capital” e “Private Equity”.

### **9.1 Cláusulas Contratuais**

Segundo IHA (2003), em seu estudo de caso sobre os conflitos de interesse entre principal e agente num processo de investimento de “Venture Capital” no mercado brasileiro, o processo de contratação financeira e algumas cláusulas contratuais que podem ser incluídas no contrato a ser firmado entre gestores de fundos de “Venture Capital” e os empreendedores, atuam como atenuantes dos conflitos de interesse entre as partes. Sob a ótica do gestor do fundo de “Venture Capital”, os seguintes pontos, quando presentes no processo de contratação financeira entre gestores e empreendedores, podem reduzir os problemas de agência entre as partes envolvidas.

#### **9.1.1 “Due Diligence”**

A importância da realização desse processo na fase de investimento fornece um nível de segurança maior para o fundo gestor. O processo de “due diligence” permite que o gestor confirme as informações passadas pelos empreendedores, eventualmente, descubra informações que foram omitidas no processo de avaliação da empresa. Evita-se descoberta da existência de possíveis contingências e permite

uma melhor mensuração do risco representado pelo investimento. No caso brasileiro há a probabilidade da existência de contingências fiscais, trabalhistas, previdenciárias e até ambientais, principalmente quando se trata de pequenas e médias empresas, nas quais a prática de evasão fiscal é comum.

### **9.1.2 Co-investimento**

A importância do investimento conjunto permite o compartilhamento dos riscos e dos custos de monitoramento da empresa investida. O co-investimento reduz o risco do fundo de “Venture Capital” uma vez que esse risco é dividido com outros gestores do mercado. Esse processo é conhecido em inglês como “syndication”. Normalmente um dos gestores de fundos assume o papel de líder do processo e conta com o apoio dos demais. Trata-se também de uma forma de compartilhar o ônus do fracasso caso o investimento não seja bem sucedido, bem como diminuir significativamente os riscos de seleção adversa e de assimetria de informações existentes no processo de análise da empresa a ser investida.

### **9.1.3 Escalonamento dos Aportes de Capital**

O escalonamento dos aportes de capital permite que os interesses dos gestores de fundos e dos empreendedores estejam alinhados. Esse processo permite ao gestor 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 de recursos. O fundo de “Venture Capital” somente realizará novos aportes de capital na empresa investida, na medida em que essa empresa apresente desempenho igual ou acima da desejada e prove ser um investimento viável. Nesse sentido, os interesses do empreendedor se alinham ao do gestor já que o comportamento e a dedicação do empreendedor na gestão do negócio será fundamental para que a empresa receba os novos aportes ao longo do tempo.



Geralmente a avaliação do investimento está atrelada a métricas financeiras tais como faturamento, EBITDA, lucro líquido e geração de caixa.

#### **9.1.4 Transformação da Empresa em Sociedade Anônima**

Os fundos estabelecidos de acordo com a legislação brasileira são obrigados a investir apenas em empresas sob a forma de uma sociedade anônima. A regra está estabelecida tanto na Instrução CVM Nº. 209/94 como nos fundos que vierem a se estabelecer no formato de Fundo de Investimentos em Participações de acordo com a Instrução CVM Nº. 391/03.

#### **9.1.5 Exigência do Controle Acionário**

Trata-se de um item polêmico, uma vez que o fato de não possuir o controle acionário da empresa pode levar o empreendedor a uma situação de desmotivação. Por outro lado, o fato de o gestor não possuir o controle acionário pode fazer com que ele sinta insegurança com relação às decisões tomadas na empresa. Muitas dessas decisões podem fazer com que o valor da empresa não seja aumentado ou haja transferência de benefícios privados ao empreendedor controlador. Os principais impasses nessa relação são observados na saída do investimento quando os interesses podem divergir bastante.

Alguns fundos têm como política não serem sócios majoritários nos empreendimentos em que investem. No entanto, os problemas enfrentados pelas empresas emergentes trouxeram aprendizados aos gestores de fundos. Um outro ponto a favor da manutenção do controle acionário reside no fato de que ele permite uma gestão mais próxima, possibilitando a troca de profissionais do corpo gerencial quando necessário.

### **9.1.6 Cláusulas de Governança e Solução de Impasses no Acordo de Acionistas**

Caso o gestor do fundo seja minoritário na empresa investida, normalmente ele fará a imposição de determinadas cláusulas de governança de forma a garantir a solução de impasses e também garantir o poder de veto sobre iniciativas que alterem a estrutura societária da empresa.

KAPLAN e STRÖMBERG (2000) analisaram 200 investimentos envolvendo “Venture Capital” e constataram que os direitos de voto, direitos de participação no Conselho de Administração da empresa investida e os direitos de liquidação da empresa variam de intensidade conforme o desempenho da empresa e o estágio do ciclo de vida. No caso daquelas empresas que apresentam baixo desempenho, o fundo investidor tem o direito de liquidar a empresa e normalmente tem o controle dos votos e o controle do Conselho de Administração. À medida que o desempenho da empresa investida aumenta, o empreendedor ganha mais direitos sobre o fluxo de caixa e mais direitos no Conselho de Administração.

O gestor normalmente procura se resguardar quanto às opções de saída do investimento. Segundo MAYER, BROWN & PLATT (2000) os principais direitos negociados são:

#### **9.1.6.1 Poder de Veto**

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

#### **9.1.6.2 Prioridade de Investimento nos Aumentos de Capital<sup>30</sup>**

Concede aos acionistas o direito de compra de novas ações proporcionalmente à sua participação na empresa. Trata-se de um direito concedido a todos os acionistas da empresa para evitar a diluição de sua participação acionária quando da emissão de novas ações para a venda a outros acionistas ou terceiros.

#### **9.1.6.3 Prioridade na Compra de Ações<sup>31</sup>**

Permite aos acionistas comprarem proporcionalmente à sua participação na empresa, no mesmo preço e condições oferecidos para terceiros, as ações oferecidas por qualquer um dos sócios para um terceiro.

#### **9.1.6.4 Cláusula Chinesa<sup>32</sup>**

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

---

<sup>30</sup> Em inglês *preemptive rights*

<sup>31</sup> Em inglês *right of first refusal*

<sup>32</sup> Em inglês *shot gun clause*

#### **9.1.6.5 Remuneração do Empreendedor vinculada ao desempenho da Empresa Investida**

Atrelar a remuneração do empreendedor aos resultados obtidos na empresa investida também atua como um fator de alinhamento de interesses na medida em que quanto mais valor o empreendedor gerar para o gestor do fundo, maior será a sua remuneração.

Os mecanismos mais utilizados para evitar conflitos de interesses são a distribuição de ações e as opções de compra de ações (GOMPERS e LERNER, 1999), quando gerentes e funcionários-chave da empresa recebem uma parte substancial de sua remuneração numa dessas duas formas, permitindo o alinhamento de interesses desses profissionais com o gestor do fundo.

#### **9.1.6.6 Indicação do Administrador Financeiro da Empresa**

A indicação de um administrador financeiro que seja de total confiança do fundo de “Venture Capital” transmite maior segurança aos investidores. 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 plano de negócios aprovado.

Uma segunda razão para isso é que o cargo de gerente financeiro tem que ser ocupado por uma pessoa de confiança do fundo gestor, de modo a evitar-se a manipulação das informações a serem repassadas aos investidores. Além disso, a terceira razão para a indicação do administrador financeiro é que o processo de profissionalização demandado da empresa investida nem sempre acontece na velocidade desejada pelo gestor do fundo. No entanto, a contratação do administrador financeiro é uma solução imediata.

### 9.1.6.7 Cláusulas de Saída do Investimento

Trata-se da hora da verdade para o investidor, pois é realmente nesse momento que é possível fazer a real avaliação do resultado financeiro obtido com a operação. Para a saída do investimento existem algumas cláusulas que geralmente são utilizadas. Segundo KINA (2002) e RIBEIRO e DE ALMEIDA (2003: 2-3) existem cinco possibilidades para a saída de um investimento:

- Venda Estratégica<sup>33</sup>: a totalidade das ações é vendida a um comprador que tem interesses estratégicos na aquisição da empresa.
- Emissão Primária de Ações em Bolsa<sup>34</sup>: abertura do capital da empresa no mercado de capitais.
- Venda para outro Investidor<sup>35</sup>: a participação do fundo investidor é vendida a um terceiro investidor.
- Recompra pelo Empreendedor<sup>36</sup>: o empreendedor, a empresa ou os gestores da empresa compram a participação detida pelo investidor.
- Liquidação<sup>37</sup>: a liquidação da empresa investida é a última alternativa para o investidor de risco e qualifica o insucesso do empreendimento.
- Cláusulas de Direito de Adesão<sup>38</sup> e Direito de “Arraste”<sup>39</sup>: no Brasil a maior parte do investimento tem sua saída através de venda estratégica. 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

---

<sup>33</sup> Em inglês *trade sale*

<sup>34</sup> Em inglês *initial public offering (IPO)*

<sup>35</sup> Em inglês *secondary sale*

<sup>36</sup> Em inglês *buy back*

<sup>37</sup> Em inglês *write-off*

<sup>38</sup> Em inglês *tag-along*

<sup>39</sup> Em inglês *drag-along*

empresa. As cláusulas de direito de adesão e direito de “arraste” solucionam de maneira bastante eficaz os problemas descritos.

- Direito de Adesão – 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 de venda, que os acionistas remanescentes também possam vender suas ações para o mesmo comprador nas mesmas condições feitas ao primeiro grupo. Trata-se de um direito que beneficia os acionistas minoritários, uma vez que impede os acionistas majoritários de vender o controle da empresa e receber individualmente um prêmio de mercado por essa transação.
- Direito de “Arraste” – 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 na América Latina, uma vez que dá flexibilidade ao gestor do fundo para realizar a saída do investimento por meio da venda da totalidade das ações da empresa a um comprador estratégico.

## **9.2 Instruções da Comissão de Valores Mobiliários**

Essa seção tem como objetivo o detalhamento dos principais aspectos regulatórios sobre os investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity” contidos nas Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

### **9.2.1 Instrução C.V.M. Nº. 209 e 415**

A Instrução Nº. 209, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi estabelecida em março de 1994 e dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Entende-se por Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, aqueles constituídos sob a forma de condomínio fechado, e que tratam de uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. Por empresas emergentes entendem-se aquelas com 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.

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. 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.

Essa instrução foi complementada em fevereiro de 2005 pela Instrução CVM Nº. 415 que trata dos fundos de investimento em empresas emergentes inovadoras. Por empresa emergente inovadora entende-se aquela empresa que seja constituída sob

a forma de sociedade anônima e cuja atividade principal seja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, nos termos do inciso IV do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2004".

### **9.2.2 Instrução C.V.M. Nº. 391**

A Instrução CVM Nº. 391 foi estabelecida em julho de 2003 e dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações. Entende-se por esse tipo de fundo aquele constituído sob a forma de condomínio fechado e que trata de 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. Neste tipo de fundo de investimento há participação dos gestores no 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.

A seguir encontram-se as principais formas de participação do fundo no processo decisório da companhia investida:

- a) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;
- b) pela celebração de acordo de acionistas;
- c) 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;
- d) pela exigência de adoção das seguintes práticas de governança corporativa:



1. proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
2. estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
3. 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;
4. adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
5. 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 itens anteriores;
6. auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Entre as obrigações do Fundo de Investimento em Participações, destacam-se as seguintes:

- a) estabelecimento da 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;
- b) prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;
- c) indicação de possíveis conflitos de interesses;
- d) processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;
- e) 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;

### **9.3 Lei nº. 10.303 – Sociedade por Ações**

A Lei das Sociedades Anônimas, (Lei da S.A.), conforme apontado anteriormente por IHA (2003) é fundamental para a compreensão dos arranjos contratuais entre gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” na medida em que Há exigência de que as empresas investidas estejam constituídas sob a forma de uma sociedade anônima. A seguir apresentaremos os principais pontos presentes na Lei e que são importantes para a compreensão geral do assunto tratado neste capítulo.

#### **9.3.1 Tipos e Classes de Ações**

A Lei nº. 10.303 estabelece as seguintes espécies e classes de ações: ordinárias, preferenciais ou de fruição. Tanto as ações ordinárias quanto as preferenciais poderão ser de uma ou mais classes. No caso das ações ordinárias, as classes variarão em função de:

- a) conversibilidade em ações preferenciais;
- b) exigência de nacionalidade brasileira do acionista;
- c) direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Já as ações preferenciais são denominadas preferenciais em função das seguintes vantagens ou preferências:

- a) prioridade na distribuição de dividendo fixo ou mínimo;
- b) prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio.

Independentemente do direito de receber ou não o valor do reembolso do capital com ou sem prêmio, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação somente se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

- a) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício;
- b) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária;
- c) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

### **9.3.2 Conversibilidade**

Conforme estabelecido no artigo 19 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.), existe a possibilidade de conversão de ações ordinárias em preferenciais e vice-versa, desde que estabelecido no estatuto da companhia. Abaixo texto integral extraído da Lei das S.A.:

Conforme o art. 19º da Lei Nº. 10.303 de 31 de outubro de 2001:

Art. 19º O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

rias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições estatuto da companhia. res exigirem que a empresa investida se co

### **9.3.3 Acordo de Acionistas**

Conforme destacado anteriormente, as evidências empíricas observadas no trabalho de IHA (2003) apontam para o fato de que os fundos gestores exigirem que a empresa investida se constitua sob a forma de uma Sociedade Anônima. O instrumento contratual que irá governar a relação entre os empreendedores e os fundos gestores é o Acordo de Acionistas, previsto na Lei Nº. 10.303.

### **9.3.4 Debêntures**

A Lei das S.A. também estabelece a emissão de Debêntures, mecanismo algumas vezes utilizados por fundos gestores em determinados investimentos. Embora não guarde relações diretas com a Ação Preferencial Conversível, a lei também prevê a possibilidade de conversão das debêntures em ações, com as condições de conversão fazendo parte da escritura de emissão:

Os principais pontos de conversão estabelecidos são:

- número de ações e a relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;
- espécie e classe das ações em que poderá ser convertida;
- momento do exercício de conversão.

#### **9.4 Arranjos Contratuais entre Fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e Empreendedores no Mercado Brasileiro**

Segundo evidências empíricas, no Brasil existem três tipos comuns de arranjos contratuais entre gestores de fundos de “Venture Capital” e “Private Equity” e os empreendedores. Os principais tipos são:

##### **9.4.1 Participação minoritária no capital por meio de Ações Preferenciais**

Nessa modalidade contratual, o investimento feito pelo fundo de “Venture Capital” e “Private Equity” ocorre por meio da compra de ações preferenciais. Essa participação no capital é minoritária, ficando o controle da empresa investida com o empreendedor. Nesse caso, as ações preferenciais proporcionam ao investidor minoritário a preferência no recebimento dos dividendos, que no Brasil somente serão pagos se a empresa apresentar resultados positivos, ou seja, não é possível o pagamento de dividendos em detrimento do capital da empresa.

Um outro fator é que por meio desse tipo de arranjo, o investidor também obtém a preferência na liquidação da empresa, caso venha a ocorrer. Aqui vale ressaltar que o fundo gestor não pode requer ou decretar a liquidação da empresa investida. Ele apenas possui prioridade de recebimento numa eventual liquidação.

Paralelamente ao investimento via ações preferenciais, os fundos gestores acabam buscando no Acordo de Acionistas outros mecanismos de controle que possam ser usados para a solução de conflitos de interesse. Normalmente esses mecanismos são classificados como controle negativo, ou seja, permitem que o fundo gestor atue em algumas situações visando à proteção de seu investimento. Geralmente esses

mecanismos de controle compreendem a indicação de membros do Conselho de Administração e o Poder de Veto do fundo gestor em determinadas decisões.

#### **9.4.2 Participação majoritária no capital por meio de Ações Ordinárias**

Uma outra modalidade presente no mercado brasileiro é a participação majoritária no capital da empresa investida. Nessa modalidade contratual, o investimento feito pelo fundo de “Venture Capital” e “Private Equity” ocorre por meio da compra de ações ordinárias em proporção que permita o controle da empresa investida.

#### **9.4.3 Participação por meio de Endividamento**

Trata-se de uma modalidade de investimento por meio de debêntures conversíveis ou emissão de dívida. O investimento do fundo gestor na empresa é feito por meio ou de um instrumento de Dívida Conversível em Ações (debêntures) ou por meio de um empréstimo simples (Contrato de Mútuo). Existe um tipo de fundo, conhecido como Mezanino<sup>40</sup> que é especializado em investimentos por meio de debêntures ou outros instrumentos híbridos de endividamento.

Apesar de existirem essas três formas de investimento, observa-se um predomínio dos investimentos em que o fundo gestor detém participação majoritária no capital da empresa investida. Também podemos destacar que existe um caráter mandatório para que a empresa investida esteja constituída na forma de uma sociedade anônima, não havendo praticamente nenhum registro de um investimento de “Venture Capital” e “Private Equity” na forma de Sociedade Limitada.

Finalmente vale destacar que o Acordo de Acionistas, instrumento previsto na Lei das Sociedades Anônimas, representa papel central como instrumento que regula a

---

<sup>40</sup> Em inglês *Mezzanine Fund*

relação entre o fundo gestor e o empreendedor. Trata-se do instrumento que ditará o *modus operandi* da relação entre as partes e que funcionará como o principal mecanismo para a solução de impasses que possam advir de conflitos de interesse entre as partes contratantes.

### **9.5 Evidências Empíricas**

Esta seção será dedicada à análise de evidências empíricas sobre a realidade brasileira dos investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity”. Conforme apontado no capítulo 7, as conclusões de KAPLAN e STROMBERG (2000) apontam para o fato de que os financiamentos de “Venture Capital” permitem que as partes aloquem separadamente seus direitos sobre fluxos de caixa, voto, eleição dos representantes do Conselho de Administração, liquidação e controle e que esses direitos serão contingentes a medidas observáveis do desempenho financeiro e não financeiro da empresa investida.

Por meio da análise de três casos de investimentos de “Venture Capital” e “Private Equity” ocorridos no Brasil, procuraremos obter evidências empíricas sobre os direitos de controle e de fluxo de caixa apontados por KAPLAN e STROMBERG (2000). Os casos analisados são:

- Diagnósticos da América Latina S.A. (DASA), empresa do ramo de diagnósticos médicos;
- Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL), empresa do ramo de aviação;
- América Latina Logística S.A. (ALL), empresa do ramo de transportes ferroviários.

Todas as empresas mencionadas neste trabalho efetuaram a abertura do capital ao longo do ano de 2004, quando foram constituídos os Acordos de Acionistas aqui analisados. Portanto, o escopo desta análise limita-se ao disposto nos Acordos de Acionistas, não se levando em conta mecanismos contratuais que até então vigoraram e que regularam o relacionamento entre as partes envolvidas.

### **9.5.1 Diagnósticos da América Latina S.A. (DASA)**

Trata-se de um caso de investimento em que o fundo gestor possui participação minoritária no controle acionário da DASA. Dessa forma, procuraremos evidenciar os principais direitos de controle impostos pelo fundo gestor como forma de proteção. Também serão analisados os principais itens referentes aos direitos sobre os fluxos de caixa presentes no Acordo de Acionistas.

#### **Direitos sobre Fluxo de Caixa:**

Inicialmente podemos verificar no Acordo de Acionistas que o direito sobre o fluxo de caixa é assegurado a partir do momento em que é exigida a aprovação em assembléia, com voto favorável do fundo gestor, a destinação dos lucros e distribuição de dividendos. Este fato pode ser observado no item 9.3 f) do Anexo A.

Ainda com relação à política de dividendos da DASA, o Acordo de Acionistas estabelece o seguinte em relação à política de dividendos da DASA:

- a) a sociedade deverá distribuir ao final de cada exercício social a totalidade do lucro líquido passível de distribuição aos acionistas, com ressalva para as possibilidades de retenção para investimento que estejam presentes nos planos de negócio e orçamentos anuais. Aqui vale ressaltar que tanto os planos quanto os orçamentos anuais requerem a aprovação do Conselho de Acionistas;
- b) existe uma obrigação de que seja distribuído a cada exercício social um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido passível de distribuição aos acionistas.



Os dois pontos mencionados acima podem ser comprovados pelas cláusulas apresentadas nos itens 13.1 e 13.2 do Anexo A.

Ainda vale mencionar, com relação aos direitos sobre fluxos de caixa que, embora exista a possibilidade de retenção de dividendos para fins de investimentos, essa decisão deve fazer parte dos planos de negócios e dos orçamentos anuais, que estão sujeitos à aprovação do Conselho de Administração. Conforme disposto no Acordo de Acionistas no item 9.4 do Anexo A.

Também relativo à matéria de Dividendos, o item 10.4.1 do Anexo A demonstra que essa matéria dependerá de aprovação prévia da maioria dos membros do Conselho de Administração, incluindo-se o Presidente e o Vice-Presidente no que diz respeito a destinação dos lucros e distribuição dos dividendos e bonificações da DASA, bem como a criação de quaisquer reservas, exceto aquelas que sejam de natureza obrigatória. Esta cláusula, aliada ao fato da forma como se dá o Direito de Representação no Conselho de Administração, faz com que o voto do fundo gestor seja um voto qualificado.

Um outro ponto importante que também está estabelecido diz respeito à saída do investimento. O Acordo já prevê as condições para as situações de conflito de interesse que possam advir do fato de uma das partes receber a oferta de um terceiro. Para tal as partes outorgam-se, reciprocamente, opção irrevogável e irretratável para a compra de ações no qualquer de qualquer uma das partes receber oferta de terceiros que abranja a totalidade das ações. Este fato pode ser comprovado por meio do descrito no item 14.4 do Anexo A.

### **Direito de Eleição dos representantes do Conselho de Administração e Diretoria Executiva:**

Com relação à participação no Conselho de Administração, o Acordo de Acionistas da DASA estabelece que o Conselho de Administração será composto por nove membros, sendo que o fundo gestor possui o direito de eleger quatro membros dentre os quais um será o Vice-Presidente do Conselho. No caso em que passe a ser acionista majoritário, o direito de eleição passa a ser de 5 membros juntamente

com a nomeação do Presidente do Conselho de Administração, conforme item 5.1 do Anexo A.

Por meio dessa cláusula, o fundo gestor garante pontos importantes para a defesa de seus interesses na empresa investida, na medida em que há a necessidade de que tanto o Presidente quanto o Vice Presidente possuam o mesmo voto/acordo sobre determinada matéria.

O Acordo de Acionistas também estabelece que o Diretor Financeiro da empresa será indicado pelo fundo gestor, conforme item 7.3 do Anexo A. trata-se de uma maneira de monitorar a gestão financeira da empresa investida, permitindo o alinhamento das expectativas do fundo com a empresa investida.

#### **Direito de Liquidação:**

Um dos pontos observados no Acordo de Acionistas que diz respeito aos Direitos de Liquidação é que há a necessidade de aprovação do fundo gestor, em assembléia, para a resolução de liquidação ou dissolução da empresa, ou seja, o fundo por si só não tem poder para liquidar a empresa investida nos casos em que o desempenho não é desejável. Este fato pode ser observado no item 9.3 d) do Anexo A.

A preferência de liquidação, assegurada pelas ações preferenciais, diz respeito apenas à prioridade de recebimento num cenário de eventual liquidação ou dissolução da sociedade.

#### **Direito de Controle:**

O Acordo de Acionistas estabelece que o Diretor Financeiro da empresa será indicado pelo fundo gestor, conforme item 7.3 do Anexo A.

Outros pontos são observados com relação ao poder de controle da DASA. O Acordo de Acionistas estabelece que para determinados assuntos deverá haver uma aprovação prévia da Assembléia Geral, com voto favorável do fundo gestor e que ainda em alguns outros assuntos será necessária a autorização prévia da maioria

dos membros do Conselho de Administração, incluindo o Presidente e o Vice-Presidente, conforme estabelecido no item 10.4 do Anexo A. O item 10.4.1 do Anexo A nos mostra os principais pontos em que há necessidade desse tipo de maioria, com destaque para o fato de que o fundo gestor não possui direito à liquidação da empresa.

Também se destaca no Acordo de Acionistas a necessidade de notificação prévia do fundo gestor em todas as assembléias gerais da empresa, bem como a informação detalhada das matérias a serem tratadas, conforme item 9.2 do Anexo A.

Ainda no que se refere ao poder de controle o Acordo de Acionistas da DASA estabelece a necessidade de aprovação, pela maioria dos membros do Conselho de Administração, dos planos quinquenais de negócios, do plano anual de negócios e do orçamento anual da empresa. Estes pontos podem ser verificados no item 9.4 d) do Anexo A.

#### **Cláusulas Contratuais – Quadro Sintético:**

Também se pode observar no Acordo de Acionistas alguns pontos levantados por IHA (2003), com relação às cláusulas que, quando empregadas, diminuem os conflitos de interesse entre as partes envolvidas. No caso da DASA, a tabela abaixo resume os principais pontos observáveis e não observáveis no Acordo de Acionistas:

Cláusulas	Observável	Não Observável
“Due Diligence”		X
Co-investimento		X
Escalonamento dos Aportes de Capital		X
Transformação da Empresa em Sociedade Anônima	X	
Exigência do Controle Acionário pelo Fundo Gestor		X
Cláusulas de Governança e Solução de Impasses no Acordo de Acionistas:		
<i>Poder de Veto</i>	X	
<i>Prioridade de Investimento nos Aumentos de Capital</i>	X	
<i>Prioridade na Compra de Ações</i>	X	
<i>Cláusula Chinesa</i>		X
<i>Remuneração do Empreendedor vinculada ao desempenho da Empresa Investida</i>		X
<i>Indicação do Administrador Financeiro da Empresa</i>	X	
<i>Cláusulas de Saída do Investimento</i>	X	

Verifica-se que as três primeiras cláusulas apresentadas no quadro sintético foram classificadas como Não Observável. Isto se refere ao fato de que o objeto de análise deste trabalho foi o Acordo de Acionistas celebrado para abertura do capital da empresa e que, portanto, qualquer instrumento anterior não foi incluído na análise.

Um outro ponto não observado no Acordo de Acionistas diz respeito à questão da exigência do controle acionário por parte do fundo. No entanto, em contrapartida

verificamos que os mecanismos de proteção decorrentes da participação minoritária do fundo são observados nas demais cláusulas presentes.

#### **9.5.2 GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)**

Trata-se de um caso de investimento em que o fundo gestor possui participação minoritária por meio de ações preferenciais. Dessa forma, procuraremos evidenciar os principais direitos de controle impostos pelo fundo gestor como forma de proteção. Também serão analisados os principais itens referentes aos Direitos sobre os Fluxos de Caixa presentes no Acordo de Acionistas.

##### **Direitos sobre Fluxo de Caixa:**

O Acordo de Acionistas da GOL estabelece que os acionistas ou o Conselho de Administração, conforme o caso, não devem implementar e devem fazer implementar diversas ações sem antes obter a devida aprovação por escrito do fundo gestor. Dentre as ações que se proíbe implementar está a alocação do lucro líquido, distribuição de dividendos, pagamento de juros sobre o capital próprio ou qualquer outra remuneração relativa aos valores mobiliários da sociedade ou suas subsidiárias, exceto com relação ao dividendo mínimo obrigatório. Esse ponto pode ser observado no item 38.8 do Anexo B.

##### **Direito de Eleição dos representantes do Conselho de Administração e Diretoria Executiva:**

Com relação ao Conselho de Administração, o Acordo de Acionistas prevê que do total de oito membros do Conselho, três serão escolhidos pelo fundo gestor, conforme o item 32 do Anexo B. Esse número poderá ser revisto conforme necessário para incluir todas as designações legalmente exigidas, bem como assegurar que o controlador indicará a maioria dos integrantes do Conselho de Administração e que o fundo terá o direito de indicar, pelo menos, três dos membros do Conselho de Administração.

O Acordo de Acionistas ainda estabelece que em caso de vacância de cargo no Conselho de Administração, o novo Conselheiro deverá ser indicado pela parte que o indivíduo anterior representava, garantindo assim a manutenção da proporção de indicados. Este fato pode ser observado no item 33 do Anexo B.

Um outro fator presente também no Acordo de Acionistas diz respeito à nomeação e substituição do Diretor Financeiro da sociedade e de suas subsidiárias. Trata-se de mecanismo destinado a assegurar ao fundo gestor possibilidade de monitoramento do desempenho financeiro da empresa investida, permitindo assim, o alinhamento de interesses entre as partes.

#### **Direito de Liquidação:**

O Acordo de Acionistas da Gol prevê que no caso de uma liquidação, caracterizada como uma Oferta Pública das Ações ou Venda das Ações a um investidor, que o fundo gestor terá preferência na venda de 100% de suas ações antes de qualquer acionista fazê-lo, conforme pode ser observado no item 28 do Anexo B. Este item do Anexo B ainda destaca que o fundo gestor, na hipótese de uma Oferta Pública Qualificada, ficará impedido de negociar suas ações por um período de seis meses a contar da data da Oferta Pública. Já no caso do acionista majoritário, essa proibição vigorará pelo prazo de doze meses.

Ainda no que diz respeito à preferência na liquidação, caso haja uma dissolução ou liquidação da sociedade, o fundo gestor possui prioridade de recebimento valor equivalente ao Preço de Subscrição corrigido monetariamente por índice estabelecido no Acordo, conforme evidenciado no item 29 do Anexo B. No entanto, o fundo não possui o direito de liquidar, por decisão unilateral, a empresa investida caso assim deseje.

#### **Direito de Controle:**

Para determinadas matérias existe a exigência de aprovação escrita por parte do fundo gestor. Entre as principais matérias que exigem essa aprovação estão:

- alteração na estrutura do capital social;
- eventos de fusão, cisão e aquisição e venda;
- alteração no Estatuto Social;
- alocação de lucro líquido e política de dividendos;
- o plano anual de negócios e o orçamento anual, bem como suas modificações;
- investimentos acima de um patamar pré-estabelecido;
- nomeação ou destituição dos auditores independentes;
- plano de compra de opções para a administração sênior da empresa;
- nomeação e substituição do Diretor Financeiro;
- alterações no controle da sociedade;
- operações financeiras;
- outros.

Os direitos de controle que são alocados ao fundo gestor e que foram destacados anteriormente podem ser evidenciados através do item 38 e seus sub-itens no Anexo B.

#### **Cláusulas Contratuais – Quadro Sintético:**

Também se pode observar no Acordo de Acionistas alguns pontos levantados por IHA (2003), com relação às cláusulas que sob a ótica do fundo gestor diminuem os conflitos de interesse entre as partes envolvidas. No caso da GOL, a tabela abaixo resume os principais pontos observáveis e não observáveis no Acordo de Acionistas:

<b>Cláusulas</b>	<b>Observável</b>	<b>Não Observável</b>
“Due Diligence”		X
Co-investimento		X
Escalonamento dos Aportes de Capital		X
Transformação da Empresa em Sociedade Anônima	X	
Exigência do Controle Acionário pelo Fundo Gestor		X
Cláusulas de Governança e Solução de Impasses no Acordo de Acionistas:		
<i>Poder de Veto</i>	X	
<i>Prioridade de Investimento nos Aumentos de Capital</i>	X	
<i>Prioridade na Compra de Ações</i>	X	
<i>Cláusula Chinesa</i>		X
<i>Remuneração do Empreendedor vinculada ao desempenho da Empresa Investida</i>		X
<i>Indicação do Administrador Financeiro da Empresa</i>	X	
<i>Cláusulas de Saída do Investimento</i>	X	

Verifica-se que as três primeiras cláusulas apresentadas no quadro sintético foram classificadas como Não Observável. Isto se refere ao fato de que o objeto de análise deste trabalho foi o Acordo de Acionistas celebrado para abertura do capital da empresa e que, portanto, qualquer instrumento anterior não foi incluído na análise.

Um outro ponto não observado no Acordo de Acionistas diz respeito à questão da exigência do controle acionário por parte do fundo. No entanto, em contrapartida verificamos que os mecanismos de proteção decorrentes da participação minoritária do fundo são observados nas demais cláusulas presentes.



Cabe destaque à cláusula de Prioridade na Compra de Ações. Verificamos no Acordo de Acionistas a existência do Direito de Preferência no que diz respeito à anti-diluição da participação no capital por parte do fundo gestor. O Acordo de Acionistas estabelece que o fundo gestor possui direito de preferência para a subscrição de ações de forma que possa manter inalterada sua participação acionária na empresa investida.

Já com relação às cláusulas de saída do investimento, o Acordo de Acionistas estabelece cláusulas de Direito de Adesão (“Tag Along”) e Direito de Arraste (“Drag Along”). No que diz respeito ao Direito de Adesão, o Acordo estabelece que o acionista majoritário deve informar as condições em fará a oferta de venda das suas ações e que o fundo poderá exercer ou não sua opção de vender, pelo mesmo preço e nos mesmos termos e condições uma quantidade de ações representando o mesmo percentual de ações que o controlador pretenda transferir.

A cláusula de Direito de Arraste contida no Acordo de Acionistas da GOL estabelece que se após determinado prazo pré-estabelecido não houver ocorrido uma Oferta Pública de Ações que resulte em determinado rendimento pré-determinado, o fundo gestor terá o direito de forçar os demais acionistas a participar de qualquer venda de ações acordada pelo fundo gestor, pelo mesmo preço e condições de pagamento que o fundo gestor daria a um comprador qualquer.

### **9.5.3 América Latina Logística S.A. (ALL)**

Diferentemente dos casos analisados anteriormente, o investimento do fundo na ALL se dá na forma de participação majoritária no capital social. O controle acionário da empresa é mantido por um Grupo Controlador formado por dez membros distintos. Dessa maneira, o objeto principal do Acordo de Acionistas é regular determinados aspectos da relação entre as partes, como acionistas controladores da ALL. A seguir destacaremos os principais pontos presentes no Acordo de Acionistas no que diz respeito aos direitos de controle e direitos sobre fluxos de caixa.

#### **Direitos sobre Fluxo de Caixa:**

A política de retenção de resultados, bem como a política de distribuição de dividendos está presente no Acordo de Acionistas e exige maioria de 75% nas Reuniões Prévias em que o assunto fizer parte da pauta.

#### **Direito de Eleição dos representantes do Conselho de Administração e Diretoria Executiva:**

Os membros do Conselho de Administração serão eleitos levando-se em conta a decisão da Reunião Prévia. O Conselho de Administração será composto de no mínimo cinco e no máximo 11 membros. O Presidente do Conselho também será eleito na Reunião Prévia. As Partes indicarão membros para o Conselho para homologação em Reunião Prévia obedecendo-se ao procedimento abaixo:

- a divisão do número de ações com direito a voto de propriedade das Partes do Grupo Controlador pelo número de membros do Conselho de Administração a cuja eleição tem direito o referido Grupo Controlador originará o quociente (“Quociente”) necessário para indicação de um membro do Conselho de Administração;

- o número de ações com direito a voto de propriedade de cada Parte do Grupo Controlador dividido pelo Quociente resultará no número de membros do Conselho de Administração que serão indicados por cada Parte;
- as sobras remanescentes do cálculo descrito acima, ou a quantidade de ações com direito a voto de propriedade de quaisquer Partes que não atingirem o Quociente, poderão ser somadas, a critério de tais Partes, de modo a dar a estas Partes o direito de, conjuntamente, indicarem um membro do Conselho de Administração.

Este fato pode ser verificado no item 4.11 do Anexo C.

Também cabe a qualquer Parte o direito de substituição dos membros do Conselho que houver indicado. O mesmo vale para o caso de vacância de cargo no Conselho de Administração.

#### **Direito de Liquidação:**

O Direito de Liquidação está presente no Acordo de Acionistas e permite que o grupo controlador decida pela liquidação ou dissolução da empresa caso haja voto afirmativo de 75% das Partes presentes na Reunião Prévia.

#### **Direito de Controle:**

Com relação ao Direito de Voto, o principal ponto estabelecido no Acordo de Acionistas refere-se ao fato de as partes atuarem como um só bloco nos momentos de voto nas Assembléias Gerais de Acionistas da Companhia. Para tal cria-se a figura de uma reunião Prévia para o entendimento entre as partes.

Os direitos de controle podem ser verificados no item 4.3 do Anexo C. Os assuntos que fazem parte dessa cláusula somente serão aprovados nas Reuniões Prévias mediante o voto afirmativo de 75% das ações de propriedade das Partes presentes. Entre os destaques podemos citar os seguintes:

- destinação do resultado do exercício e pagamento de dividendos intermediários;
- alteração da política estatutária de dividendos;
- liquidação ou dissolução da empresa ou de suas controladas.

### Cláusulas Contratuais – Quadro Sintético:

Também se pode observar no Acordo de Acionistas alguns pontos levantados por IHA (2003), com relação às cláusulas que sob a ótica do fundo gestor diminuem os conflitos de interesse entre as partes envolvidas. No caso da ALL, a tabela abaixo resume os principais pontos observáveis e não observáveis no Acordo de Acionistas:

Cláusulas	Observável	Não Observável
“Due Diligence”		X
Co-investimento		X
Escalonamento dos Aportes de Capital		X
Transformação da Empresa em Sociedade Anônima	X	
Exigência do Controle Acionário pelo Fundo Gestor	X	
Cláusulas de Governança e Solução de Impasses no Acordo de Acionistas:		
<i>Poder de Veto</i>	X	
<i>Prioridade de Investimento nos Aumentos de Capital</i>	X	
<i>Prioridade na Compra de Ações</i>	X	
<i>Cláusula Chinesa</i>		X
<i>Remuneração do Empreendedor vinculada ao desempenho da Empresa Investida</i>		X
<i>Indicação do Administrador Financeiro da Empresa</i>		X
<i>Cláusulas de Saída do Investimento</i>		X

Verifica-se que as três primeiras cláusulas apresentadas no quadro sintético foram classificadas como Não Observável. Isto se refere ao fato de que o objeto de análise deste trabalho foi o Acordo de Acionistas celebrado para abertura do capital da empresa e que, portanto, qualquer instrumento anterior não foi incluído na análise.

Um outro ponto não observado no Acordo de Acionistas diz respeito à questão da exigência do controle acionário por parte do fundo. No entanto, em contrapartida verificamos que os mecanismos de proteção decorrentes da participação minoritária do fundo são observados nas demais cláusulas presentes.

Cabe destaque à cláusula de Prioridade na Compra de Ações. Verificamos no Acordo de Acionistas a existência de cláusulas estabelecendo o Direito de Preferência na aquisição de ações. As evidências podem ser obtidas no item 5.3 do Anexo C.

## 10. CONCLUSÕES

A revisão bibliográfica e as evidências empíricas em relação ao processo de contratação financeira no mercado brasileiro de “Venture Capital” e “Private Equity” possibilitam as seguintes conclusões:

Verificamos que a Lei das Sociedades Anônimas desempenha um papel primordial no processo contratual de investimento entre os fundos gestores e as empresas investidas. Conforme observado nas Instruções Nº. 209 e Nº. 391 da CVM há uma importância da constituição da empresa investida sob a forma de uma Sociedade Anônima. Segundo constam nas Instruções, há a exigência de que os fundos de investimentos devam 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.

Ainda no que diz respeito ao âmbito da Lei das Sociedades Anônimas, os principais direitos assegurados pelos Acordos de Acionistas analisados são: Direito de Voto, Direito de Nomeação de Membros do Conselho; Direito de Veto, bem como os direitos sobre fluxos de caixa no que diz respeito à Liquidação e Recebimento de Dividendos. O Acordo de Acionistas também desempenha um papel fundamental na relação entre fundos gestores e empresas investidas. O principal papel desempenhado pelo Acordo de Acionistas está em estabelecer os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa.

Nos casos analisados neste trabalho, verificamos que o Acordo de Acionistas desempenha um papel ainda mais importante, pois funciona como mecanismo de proteção ao acionista minoritário. Em dois dos três casos analisados, a participação do fundo gestor no capital da empresa investida é minoritária. Diante desse cenário, o Acordo de Acionistas estabelece direitos políticos para proteção ao fundo gestor.

Os principais mecanismos de proteção ao fundo gestor ocorrem por meio da indicação de membros do Conselho de Administração, o que assegura o direito a voto, bem como a indicação do Administrador Financeiro da empresa. O poder de

indicar e destituir o Administrador Financeiro da empresa assegura ao fundo gestor poder de monitorar e intervir na gestão financeira da empresa investida, garantindo, assim, o alinhamento de interesses com o fundo gestor.

Um outro fator que pode ser evidenciado a partir dos casos observados neste trabalho é que grande parte das cláusulas contratuais mencionadas por IHA (2003) como fatores de redução de conflitos de interesse entre fundos gestores e empresas investidas está presente nos Acordos de Acionistas analisados. As principais cláusulas observadas dizem respeito às prioridades nos aumentos de capital e também estabelecem prioridade na compra das ações. Além disso, em ambos os casos em que o fundo possuía participação minoritária no capital, verificamos a presença de cláusulas de saída do investimento, principalmente as cláusulas de Direito de Adesão (“Tag Along”) e Direito de Arraste (“Drag Along”).

No mercado norte-americano de “Venture Capital” e “Private Equity” verificamos por meio da revisão bibliográfica que grande parte das operações está estruturada na forma de uma Ação Preferencial Conversível. Trata-se de um instrumento que garante alguns direitos políticos e de fluxo de caixa ao fundo investidor. Entre os direitos políticos podemos destacar o direito a voto, o direito de fluxo de caixa e as cláusulas de compromisso restritivo, além da possibilidade de liquidação forçada do investimento.

No Brasil, todavia não encontramos instrumento financeiro similar à Ação Preferencial Conversível. Por meio dos casos analisados verificamos que no Brasil o processo de contratação financeira para as operações de “Venture Capital” e “Private Equity” está calcado no Acordo de Acionistas, sendo este o principal instrumento contratual para regular a relação entre fundos gestores e empresas investidas. Praticamente todos os direitos previstos nos contratos com Ações Preferenciais Conversíveis no mercado norte-americano podem ser assegurados no Brasil, via Acordos de Acionistas, desde que previamente acordados entre as partes.

No entanto, cabe destacar que o principal objeto da Ação Preferencial Conversível, que é a possibilidade de liquidação forçada do investimento, não existe no Brasil. Essa característica de liquidação forçada dá aos fundos uma maior flexibilidade e

segurança com relação ao investimento, atuando como um redutor do conflito de interesses. Além disso, caracteriza uma dependência menor com relação ao sistema judiciário para fazer valer os seus direitos. Já no caso do Brasil, tal arranjo contratual poderia ser considerado sofisticado, causando uma maior dificuldade de interpretação.



## REFERÊNCIAS

- AGHION, P. e BOLTON, P. *An "Incomplete Contracts" Approach to Financial Contracting* (1992) REVIEW OF ECONOMIC STUDIES 59 pág 473-494 1992
- ANDERSON, C. W. Financial Contracting under Extreme Uncertainty: an Analysis of Brazilian Corporate Debentures. JORNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 51, p. 45-84, 1999.
- BAKER, G. *Incentive Contracts and Performance Measurement* JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 100 pág 598-614 1992
- BAKER, G. e GOMPERS, P. *An Analysis of Executive Compensation, Ownership and Control in Closely Held Firms* Working Paper Harvard Business School, 1999
- BAKER, G. e GOMPERS, P. *The Determinants of Board Structure and Function in Entrepreneurial Firms* Working Paper Harvard Business School, 2000
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. JORNAL OF POLITICAL ECONOMY, 81(3); p.637-659, 1973
- BOCATTO, E.P.G. *Fundos de Private Equity no Brasil: uma análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas*. Dissertação de mestrado. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2001
- CORNELLI, F. e YOSHA, O. *Staging Financing and the Role of Convertible Debt* Working Paper London Business School, 1998
- GILSON, R. J.; SCHIZER, D. M. *Understanding Venture Capital Structure: a Tax Explanation for Convertible Preferred Stock* Columbia Law School Working Paper Nº 199, 2002

GOMPERS, P.A. *Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital*. JOURNAL OF FINANCE 50 PÁG 1461-1490, 1995

GOMPERS, P.A. *Grandstanding in the venture capital industry*. JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 42 PÁG 133-156, 1996

GOMPERS, P.A.; LERNER, J. *The use of Covenants: An Empirical analysis of venture partnership agreements*. JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 39 PÁG 463-498, 1996

GOMPERS, P.A. *Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments*, 1997

GOMPERS, P.A.; LERNER, J. *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1999

GOMPERS, P.A.; LERNER, J. *The Venture Capital Revolution*. JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES – Volume 15, Number 2 2001

HARRIS, M.; RAVIV, A. *Optimal incentive contracts with imperfect information*, JOURNAL OF ECONOMIC THEORY, 20, p.231-259, 1979

HART, O. *Firms, Contracts, and Financial Structure* Oxford: Oxford University Press 1995

HART, O. *Financial Contracting*. JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE VOL XXXIX pág. 1079-1100. Dezembro 2001

HELLMANN, T. *The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts* Rand JOURNAL OF ECONOMICS, XXIX 1998 pág 57-76

HELLMANN, T. *IPO's, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital* Working Paper Stanford University 2001

HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, p. 74-91, 1979.

HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. Multitask principal agent analyses: incentive Contracts, Asset Ownership, and job design. *JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION*, 7, p.24-92, 1991.

IHA, M.Y. *Problemas de Agencia no Relacionamento Fundo de Capital de Risco – Empreendedor no Brasil: Um estudo de caso*. Dissertação de mestrado. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, Agosto 2003

JENSEN, M. e MECKLING, W. *Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976) *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 3 pág. 305-360 1976

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

KAPLAN, S.N.; STRÖMBERG. P. *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring* AMERICAN ECONOMIC REVIEW PAPERS AND PROCEEDINGS 91 (2), pág. 426-430 2001

KAPLAN, S.N.; MARTEL F.; STRÖMBERG. P. *How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* Working Paper Nº 10097, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 2003

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. *Private Equity Investing in Emerging Markets* JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, Volume 15 Number 4, Spring 2003

LELAND, Hayne E., "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure" THE JOURNAL OF FINANCE, Vol. 49, Issue 4, p.1213-1252., 1994

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. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, February 2005

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

MYERS, S. e MAJLUF, N. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have* JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 13 pág. 187-221 1984

MYERS, S. *Outside Equity*. JOURNAL OF FINANCE 55 pág. 1005-1037 2000

PAVANI, C. *Condições para a estruturação de uma indústria de capital de Risco no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Coppe/UFRJ, Engenharia de Produção, Rio de Janeiro 2002

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: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2002

SAHLMAN, W. A. *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*. JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 27 pág. 473-521 North-Holland 1990

SCHMIDT, K. *Convertible Securities and Venture Capital Finance*. THE JOURNAL OF FINANCE VOL. LVIII NO. 3 Junho 2003

SHENG, H.; SAITO. R. *A Padronização de Contrato Reduz os Conflitos entre Debenturistas e Acionistas? Aplicação das Teorias de Contrato Financeiro*. CLADEA 2004

TITMAN, S. The effects of capital structure on a firm's Liquidation decision. JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 13, p.137-151, march 1984.

WEIDIG, T., KEMMERER, A. E BORN, B. *The Risk Profile of Private Equity Funds of Funds* THE JOURNAL OF ALTERNATIVE INVESTMENTS Spring 2005

1ª a 4ª PESQUISA SOBRE O MERCADO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. Disponível em: [www.abvcap.com.br](http://www.abvcap.com.br)

## **Apêndice A - A Importância do Valor das Ações Ordinárias no Tratamento Fiscal do Retorno Compensatório**

Segundo GILSON e SCHIZER (2002), as características da ação preferencial conversível resultam em uma tributação favorável para os retornos dos empreendedores. Segundo os autores, o contexto crítico é a decisão de se os empreendedores e principais gestores do negócio receberão ações ordinárias ou opções. No caso dos empreendedores e principais gestores receberem ações de uma companhia que recebeu investimentos de um fundo gestor de “Venture Capital”, a legislação americana trata o ganho obtido no momento da compra dessas ações, parte como retorno compensatório e parte como retorno de um investimento. Por duas razões o empreendedor e os gestores têm preferência pela tributação como retorno de um investimento. Em primeiro lugar, o retorno compensatório por serviços é tributado antes do que a tributação pelo retorno de um investimento. No caso de um investimento de “Venture Capital” essa questão temporal é importante porque os empreendedores e principais gestores não possuem muitos recursos para arcar com essa tributação logo no início dos negócios. Um outro fator é a questão da alíquota aplicada em cada um dos casos. No primeiro caso a alíquota é maior e quase duas vezes superior à alíquota aplicada aos retornos de capital de longo prazo. Caso a ação seja considerada como a de um negócio pequeno<sup>41</sup> e certas condições sejam atingidas, a alíquota aplicada aos retornos de investimentos pode ser menor ainda. Dado esse cenário, o empreendedor e os gestores preferirão ser tributados como investidores, caso contrário serão tributados logo no início das operações do negócio, quando provavelmente não possuirão recursos para honrar esse pagamento.

Embora a lei estabeleça fronteiras claras entre os dois tipos de tributação, o planejamento tributário permite que se crie uma “alquimia” que transforme o retorno compensatório em retorno de um investimento. Existe uma relação de troca na qual se espera obter a menor alíquota e o diferimento do imposto relativo aos ganhos futuros. No entanto a questão-chave se refere à determinação do valor econômico da empresa no momento em que as ações são adquiridas. No caso dos

---

<sup>41</sup> Em inglês *small business stock*

investimentos de “Venture Capital”, o momento de aquisição das ações coincide com a rodada de investimento por parte do fundo gestor. Embora a preferência individual do empreendedor e dos gestores seja por um valor baixo da ação por questões tributárias, eles desejam que os gestores de fundos paguem um alto valor pelo investimento, o que causaria a alta carga tributária no início das operações.

### **O caso em que os empreendedores e principais executivos da empresa recebem ações ordinárias**

A seguir será avaliado através de um exemplo o caso em que os empreendedores e os principais executivos da empresa recebem ações ordinárias. O exemplo considera um investimento de um fundo gestor de “Venture Capital” de USD 1 milhão em troca de 10.000 ações, ou seja, USD 100 por ação, sendo que os empreendedores possuem outras 10.000 ações. Suponha também que um presidente e um diretor financeiro sejam contratados e que para alinhar os incentivos de ambos com o negócio eles comprem 5% do capital da empresa cada a USD 1 por ação, ou seja, 1.100 ações cada. Esse arranjo colocaria os dois executivos em uma situação em que seriam altamente tributados, pois seriam tributados por um retorno compensatório (pagamento através de propriedade) e pagariam imposto a taxas altas pela diferença entre o valor pago pelas ações e seu valor de mercado, ou seja, o valor pago pelos gestores do fundo de “Venture Capital”. Essa questão se torna ainda mais complicada nas operações em que o direito de propriedade sobre as ações é postergado<sup>42</sup>. O exemplo considera uma postergação de três anos, ou seja, até essa data nenhuma tributação é efetuada e a rentabilidade a ser considerada para tributação será aquela da data em que a postergação terminar independentemente de os empreendedores ou gestores venderem ou não essas ações.

---

<sup>42</sup> Em inglês *vesting schedule*

## **O caso em que os empreendedores e principais executivos da empresa recebem opções de ações**

Caso os empreendedores e os principais executivos recebam opções de ações, a questão da avaliação da empresa também desempenha um papel central. As opções podem ser de dois tipos distintos: “Incentive Stock Options” (ISO) ou “Nonqualified Stock Options” (NQO). Um baixo preço de exercício, no momento em que as opções são concedidas, seria interessante porque permitiria que as opções fossem consideradas ISO haveria vantagens na tributação. Caso contrário, se fossem consideradas NQO haveria uma desvantagem na questão da tributação, porém empreendedores e principais executivos procurariam minimizar esse efeito desvantajoso exercendo a opção data do recebimento, quando poderiam alegar um baixo valor econômico da empresa e conseqüentemente das ações ordinárias.

### **“Incentive Stock Options”**

Em geral os executivos que recebem opções não reconhecem a renda dessas opções nem no momento em que elas são concedidas nem no momento em que são convertidas. O imposto é devido num momento posterior e será tributado a taxas de ganho de capital quando o executivo vender as ações que recebeu após o exercício da opção. Todo o retorno será tributado como retorno por um investimento ao invés de retorno compensatório. Para que essa opção seja considerada uma ISO, o preço de exercício não poderá ser inferior ao valor da ação na data em que a opção for concedida ao executivo.

### **“Nonqualified Stock Options”**

Enquanto que um baixo valor econômico para a ação ordinária ajuda para que a opção seja considerada uma ISO, outras condições necessárias nem sempre podem ser atingidas. Nesse caso será tratada como NQO, o que fará com que os executivos que as recebam tomem determinadas atitudes no intuito de minimizar o efeito tributário dessa classe de opções.



O problema com esse tipo de opção é que o imposto é devido no momento em que a opção for exercida e será baseado na diferença entre o preço de exercício e o valor de mercado da ação ordinária. Comparando-se esse tipo de opção com uma ISO, a renda gerada será tributada antes do que a da ISO e por alíquotas superiores. A alternativa geralmente usada é o exercício antecipado.

## **Anexo A – Acordo de Acionistas da Diagnósticos da América S.A. (DASA)**

Trecho do Acordo de Acionistas. A versão integral do documento encontra-se disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **V. COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE**

5.1 - O Conselho de Administração da SOCIEDADE será constituído por 9 (nove) membros, cabendo à PLATYPUS o direito de eleger em separado 4 (quatro) membros, dentre os quais um será o Vice-Presidente do Conselho. Fica expressamente estipulado que, enquanto a BALU permanecer como acionista controladora da SOCIEDADE, AURIEMO será o Presidente do Conselho de Administração da SOCIEDADE.

5.1.1 - Caso a PLATYPUS venha a deter mais de 50% (cinquenta por cento) das ações ordinárias da SOCIEDADE, a PLATYPUS terá o direito de eleger em separado pelo menos 5 (cinco) membros do Conselho de Administração da SOCIEDADE, dentre os quais o Presidente do Conselho de Administração. Neste caso, a BALU terá o direito de eleger em separado, até 4 (quatro) membros do Conselho de Administração da SOCIEDADE, sendo para tanto observado que cada 11,11% (onze inteiros e onze centésimos por cento) de ações ordinárias do capital social da SOCIEDADE detidas pela BALU, dará direito à eleição de um membro.

### **VII. COMPOSIÇÃO E ATRIBUIÇÕES DA DIRETORIA DA SOCIEDADE**

7.3 - Fica expressamente estipulado que, enquanto permanecer como controlador da BALU: (i) AURIEMO será o Diretor Presidente da SOCIEDADE, desde que atue em regime de dedicação profissional exclusiva à SOCIEDADE e à DASA, com exceção das atividades acadêmicas e aquelas exercidas junto a entidades de classe, filantrópicas e/ou beneficentes; ou (ii) se assim entender conveniente, AURIEMO poderá indicar outra pessoa para exercer o cargo de Diretor Presidente da SOCIEDADE.

7.3.1.- O Diretor Financeiro da SOCIEDADE será indicado pela PLATYPUS.

## IX. EXERCÍCIO DE PODER DE CONTROLE DA SOCIEDADE

9.1 – A SOCIEDADE será administrada de modo que certas matérias deverão ser previamente aprovadas pela Assembléia Geral, com voto favorável da PLATYPUS, outras necessitarão de autorização prévia da maioria dos membros do Conselho de Administração, incluindo o Presidente do Conselho e o Vice-Presidente do Conselho e, por fim, algumas matérias dependerão de prévia aprovação da maioria simples dos membros do Conselho de Administração.

9.2 – Fica expressamente acordado que em todas as assembléias gerais da SOCIEDADE, quer ordinárias ou extraordinárias, a PLATYPUS será previamente notificada de sua realização, com a antecedência mínima de 8 (oito) dias, e deverá ser informada detalhadamente sobre as matérias a serem tratadas.

9.3 - As matérias abaixo descritas dependerão de aprovação em assembléia geral da SOCIEDADE, com voto favorável da PLATYPUS:

(a) alteração de qualquer dos artigos do estatuto social da SOCIEDADE, incluindo aumentos de capital;

(b) emissão de debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição pela SOCIEDADE;

(c) proposta para operações de mudança do tipo jurídico da SOCIEDADE, incluindo transformação, bem como cisão, incorporação (e incorporação de ações) e fusão que envolverem a SOCIEDADE, a criação e supressão de controladas ou subsidiárias integrais da SOCIEDADE, bem como a aquisição e alienação de participação da SOCIEDADE em outras sociedades, ou empreendimentos no País ou no exterior;

(d) liquidação ou dissolução da SOCIEDADE;

(e) fixação do limite global anual dos honorários dos membros do Conselho de Administração e dos Diretores da SOCIEDADE; e

(f) destinação dos lucros e distribuição dos dividendos e bonificações da SOCIEDADE, bem como a criação de quaisquer reservas, exceto as obrigatórias e exceto a destinação dos lucros e distribuição de dividendos em observância às regras contidas no presente instrumento.

9.4 – As matérias abaixo relacionadas serão de competência do Conselho de Administração e dependerão da aprovação da maioria dos seus membros, incluindo necessariamente o Presidente e o Vice-Presidente do Conselho. Dentre as aludidas matérias incluem-se algumas de competência da assembléia, as quais, anteriormente à deliberação em assembléia, deverão ser aprovadas em reunião do Conselho de Administração. As matérias em questão são:

(d) os planos quinquenais de negócios, o plano anual de negócios e o orçamento anual da SOCIEDADE;

(j) eleição e destituição do Diretor Financeiro da SOCIEDADE;

#### X. EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE DA DASA

10.4 - Determinadas matérias a serem deliberadas em assembléia geral e reunião do Conselho de Administração da DASA dependerão de aprovação prévia da maioria dos membros do Conselho de Administração da SOCIEDADE, incluindo o Presidente e o Vice-Presidente do Conselho e outras matérias objeto de assembléia geral e reuniões do Conselho de Administração da DASA deverão ser previamente autorizadas pela maioria simples do Conselho de Administração da SOCIEDADE.

10.4.1 - Dependerão de aprovação prévia da maioria dos membros do Conselho de Administração da SOCIEDADE, incluindo o Presidente e o Vice-Presidente do Conselho, as seguintes matérias de competência de assembléia geral da DASA:

(a) alteração de qualquer dos artigos do estatuto social da DASA;

(b) emissão de debêntures (exceto debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real), partes beneficiárias e bônus de subscrição pela DASA;

(c) operações de mudança do tipo jurídico da DASA, incluindo transformação, bem como cisão, incorporação (e incorporação de ações) e fusão que envolverem a DASA;

(d) liquidação ou dissolução da DASA;

(e) fixação do limite global anual dos honorários dos membros do Conselho de Administração e dos Diretores da DASA; e

(f) destinação dos lucros e distribuição dos dividendos e bonificações da DASA, bem como a criação de quaisquer reservas, exceto as obrigatórias.

### XIII. POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA SOCIEDADE E DA DASA

13.1 - Fica estabelecido entre as ACIONISTAS que a SOCIEDADE, deverá, a cada exercício social, distribuir a totalidade do lucro líquido passível de distribuição às ACIONISTAS, ressalvada a possibilidade de retenções para investimento na DASA conforme planos de negócios e orçamentos anuais aprovados nos termos deste Acordo.

13.2 Fica estabelecido entre as ACIONISTAS que a DASA deverá, a cada exercício social, distribuir um dividendo mínimo obrigatório de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido passível de distribuição aos acionistas.

14.4 - As ACIONISTAS outorgam-se, reciprocamente, opção irrevogável e irretratável para a compra de ações representativas do capital da SOCIEDADE e da DASA no caso de qualquer ACIONISTA receber uma oferta de terceiros que abranja a totalidade das ações emitidas pela SOCIEDADE e pela DASA detidas pelas

ACIONISTAS e vinculadas ao presente Acordo, desde que atendidas as condições abaixo.

14.4.1 - A ACIONISTA que receber uma oferta de terceiro que abranja a totalidade das ações emitidas pela SOCIEDADE ou DASA deverá comunicar por escrito, à outra ACIONISTA, o negócio que lhe foi ofertado, juntando cópia da oferta recebida do pretendente à aquisição, contendo, no mínimo, o preço e os demais termos e condições do negócio. Essa comunicação será considerada, para todos os efeitos legais, como o exercício pela ACIONISTA que recebeu a oferta de terceiro da opção que ora lhe é outorgada nos termos da cláusula 14.4 acima.

14.4.2 - Fica expressamente estipulado que caso venha a ser exercida, por qualquer das ACIONISTAS, a opção outorgada nos termos da cláusula 14.4 acima, a obrigação da outra ACIONISTA de vender a totalidade das ações de que for detentor no capital da SOCIEDADE e da DASA somente poderá ser exigida pela ACIONISTA que exerceu a opção se, cumulativamente:

- (i) o preço a ser pago pela totalidade das ações detidas pela outra ACIONISTA na DASA, no momento do exercício da opção, for pelo menos igual ao maior dos seguintes valores: (a) preço de emissão por ação fixado para o aumento de capital aprovado na Assembléia Geral da DASA realizada em 16.07.1999, corrigido monetariamente de conformidade com o Índice Geral de Preços de Mercado da Fundação Getúlio Vargas, pro rata dia, e acrescido de juros de 5% (cinco por cento) ao ano, dividido por 10 (dez) em razão do desdobramento das ações da DASA ocorrido nesta data e multiplicado pelo número de ações detidas pela outra ACIONISTA na DASA; ou (b) 9 (nove) vezes o EBITDA da DASA dos últimos quatro trimestres civis que antecederem ao exercício da opção (conforme vier a ser confirmado por meio de parecer emitido pelos auditores da DASA) multiplicado pela participação percentual da outra ACIONISTA no capital social total da DASA;

- (ii) o preço a ser pago pela totalidade das ações detidas pela outra ACIONISTA na SOCIEDADE, no momento do exercício da opção, for pelo menos igual ao maior dos seguintes valores: (a) preço de emissão por ação fixado para o aumento de capital aprovado na Assembléia Geral da DASA realizada em 16.07.1999, corrigido monetariamente de conformidade com o Índice Geral de Preços de Mercado da Fundação Getúlio Vargas, pro rata dia, e acrescido de juros de 5% (cinco por cento) ao ano, dividido por 10 (dez) em razão do desdobramento das ações da DASA ocorrido nesta data, multiplicado pelo número de ações detidas pela SOCIEDADE na DASA e multiplicado pela participação percentual da outra ACIONISTA na SOCIEDADE; ou (b) 9 (nove) vezes o EBITDA da DASA dos últimos quatro trimestres civis que antecederem ao exercício da opção (conforme vier a ser confirmado por meio de parecer emitido pelos auditores da DASA) multiplicado pela participação percentual da SOCIEDADE no capital social total da DASA e multiplicado pela participação percentual da outra ACIONISTA no capital social total da SOCIEDADE.
- (iii) desde que solicitado, tenha sido concedido à outra ACIONISTA prazo não inferior a 90 (noventa) dias, a contar da data do exercício da opção, para que a outra ACIONISTA pudesse encontrar um terceiro interessado em pagar um preço superior àqueles referidos nos itens (i) e (ii) desta cláusula pela compra da totalidade das ações da SOCIEDADE e da DASA detidas pelos ACIONISTAS; e
- (iv) a outra ACIONISTA, no prazo máximo de 95 (noventa e cinco) dias, a contar da data do exercício da opção pela ACIONISTA optante, não tenha exercido a opção que lhe foi conferida de adquirir a totalidade das ações detidas pela ACIONISTA optante na SOCIEDADE, pelo mesmo preço e condições referidos na oferta recebida do terceiro interessado.

14.4.3 - O preço de que trata a cláusula 14.4.2 acima deverá ser pago à vista, sem assunção de qualquer obrigação ou responsabilidade por contingências da SOCIEDADE ou da DASA. Em sendo exercida a opção de que trata esta cláusula

14.4 e efetivamente adquiridas as ações detidas pela outra ACIONISTA no capital da SOCIEDADE e da DASA, se a ACIONISTA que recebeu a oferta do terceiro interessado não alienar a totalidade das ações representativas do capital da SOCIEDADE e da DASA ao terceiro interessado, ou aliená-las por valor diverso daquele constante da oferta apresentada pelo terceiro interessado, o negócio poderá vir a ser considerado rescindido de pleno direito pela outra ACIONISTA, voltando as partes, nesse caso, ao *status quo ante*.



## **Anexo B – Acordo de Acionistas da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)**

Trecho do Acordo de Acionistas. A versão integral do documento encontra-se disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. Qualquer venda de Ações feita por qualquer Acionista que não a BSSF por um preço inferior ao do *Threshold Return* requer o consentimento prévio e por escrito da BSSF.

### **Capítulo VI – Casos de Liquidação**

28. Em caso de Oferta Pública das Ações ou de venda das Ações a um Investidor Estratégico, a BSSF terá preferência na venda de até 100% de suas Ações em qualquer que seja a Oferta Pública ou Venda Estratégica, conforme o caso, antes de qualquer dos Acionistas vender as suas Ações.

28.1 BSSF concorda que, na hipótese de uma Oferta Pública Qualificada, a BSSF acordará com os subscritores em questão que ficará impedida de negociar suas ações (“bloqueada”) por um período de seis meses a contar da data da Oferta Pública, através da celebração de contrato de subscrição usual (*customary underwriting agreement*) ou acordo de bloqueio (*lock-up agreement*).

28.2 Tanto a Aeropar quanto os Conselheiros da Aeropar concordam que, na hipótese de uma Oferta Pública Qualificada, a Aeropar e os Conselheiros da Aeropar acordarão com os subscritores em questão que ficarão impedidos de negociar suas ações (“bloqueados”) por um período de doze meses a contar da data da Oferta Pública, através da celebração de contrato de subscrição usual (*customary underwriting agreement*) ou acordo de bloqueio (*lock-up agreement*).

28.3 BSSF concorda que, após a data em que a BSSF estiver livre para vender ações de acordo com a Cláusula 28.1, caso a BSSF escolha vender suas ações, a menos que a referida venda seja conduzida de

maneira organizada, tal venda envolverá a assistência de um subscritor (*underwriter*) e da Sociedade. Para fins de esclarecimento, o termo “de maneira organizada” (i) inclui vendas em bloco negociadas privadamente e (ii) não inclui vendas no mercado aberto ou através de corretora no mercado de ações. As Partes concordam que assistirão, e farão com que a Sociedade assista uma venda, incluindo a participação em conferências telefônicas e um “road-show”. As Partes acordam que esta Cláusula 28.3 é útil para a Sociedade e seus acionistas para evitar transtornos ou ineficiência decorrente da venda de ações pela BSSF.

### ***Capítulo VII – Preferência na Liquidação***

29. Caso a Sociedade seja liquidada ou dissolvida (todas referidas como “Liquidação”), os rendimentos de liquidação deverão ser distribuídos entre os Acionistas conforme segue: (i) a BSSF deve receber, antes de qualquer outro Acionista, o valor equivalente ao Preço de Subscrição (sujeito a ajustes em qualquer desdobramento de ações, grupamento de ações, recapitalização, emissão de ações, distribuição extraordinária ou evento semelhante), corrigidas monetariamente à inflação pelo IGP-M ou por outro índice semelhante na hipótese de sua extinção, multiplicado pelo número de ações detidas pela BSSF no momento da distribuição dos rendimentos da Liquidação; (ii) o remanescente, se houver, será subsequente distribuído à Aeropar, até o montante equivalente ao Preço de Subscrição (sujeito a ajustes em qualquer desdobramento de ações, grupamento de ações, recapitalização, emissão de ações, distribuição extraordinária ou evento semelhante), corrigidas monetariamente à inflação pelo IGP-M ou por outro índice semelhante na hipótese de sua extinção, multiplicado pelo número de ações detidas pela Aeropar no momento da Liquidação; (iii) o remanescente, se houver, será distribuído entre os acionistas da Sociedade na proporção de sua participação no capital social.

### ***Capítulo IX – Exercício do Direito de Voto***

32. Os Acionistas devem exercer seu direito de voto de forma que (i) a Aeropar tenha direito de indicar e eleger cinco dos oito Conselheiros de Administração da Sociedade (com direito absoluto de pedir a destituição de qualquer dos eleitos dessa forma se a Aeropar entender que a destituição é interessante) e (ii) BSSF terá o direito de indicar e eleger os três Conselheiros de Administração remanescentes, (com direito absoluto de pedir a destituição de qualquer dos eleitos dessa forma se a BSSF entender que a destituição é interessante).

Caso a Sociedade se torne de capital aberto, as Partes deverão aumentar o número de membros do Conselho de Administração conforme necessário (a) para incluir todas as designações legalmente exigidas; (b) para assegurar que a Aeropar indicará a maioria dos integrantes do Conselho de Administração; e (c) para assegurar que a BSSF terá o direito de indicar, pelo menos, três dos membros do Conselho de Administração.

Na hipótese de uma Oferta Pública Qualificada após a qual a BSSF continue sendo acionista da Sociedade, os Acionistas devem exercer seus direitos de voto de forma que a BSSF tenha o direito de indicar e eleger um Conselheiro de Administração da Sociedade, (com direito absoluto de pedir a destituição de qualquer eleito dessa forma se a BSSF entender que a destituição é interessante), sendo que este direito prevalecerá somente na medida em que, na hipótese de exercício pelos acionistas minoritários da Sociedade de quaisquer direitos de minoritários estabelecidos na Lei das Sociedades por Ações, a Aeropar permaneça com o direito de eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração, sem contar o Conselheiro de Administração a ser eleito pela BSSF. Esta disposição sobreviverá ao término deste Acordo pelo período em que a BSSF continue sendo acionista da Sociedade com mais de 5% do capital social total da Sociedade.

33. Em caso de vacância de cargo no Conselho de Administração, o novo Conselheiro de Administração deverá ser indicado pela Acionista que havia indicado o diretor anterior que está sendo substituído.

38. Os Acionistas ou o Conselho de Administração, conforme o caso, não devem implementar e devem fazer com que a Sociedade (incluindo as suas subsidiárias) não implementem qualquer das ações abaixo relacionadas, sem antes obter a aprovação escrita da BSSF:

1. qualquer alteração na estrutura do capital social da Sociedade ou de suas subsidiárias, inclusive aumento ou redução do capital social, emissão de novos valores mobiliários (exceto no que se refere às ofertas públicas de ações da Sociedade subscrita ou compradas por um banco de investimentos internacional de primeira linha, iniciadas a partir de abril de 2004) e modificação dos direitos existentes referentes aos valores mobiliários já emitidos pela Sociedade;
2. incorporação da Sociedade por outra sociedade, cisão da Sociedade, incorporação de outra sociedade pela Sociedade, inclusive como consequência da cisão de outra sociedade, fusão com outra sociedade, alienação, dissolução ou liquidação da Sociedade, autorização para requerer falência ou concordata da Sociedade e/ou suas subsidiárias;
3. venda, transferência, cessão, penhor, alienação fiduciária, usufruto, fideicomisso ou permuta de ações da Sociedade, *leasing* de ativos ou transferência de direitos que: (i) não estão previstos no Plano Anual de Negócios ou no orçamento da Sociedade; ou (ii) resulte em uma obrigação da Sociedade em pagar um montante igual ou superior a US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional, em uma operação ou uma série de operações ocorridas em um período de 12 meses, exceto em caso de reposição de peças no curso normal dos negócios da Sociedade;
4. qualquer alteração do Estatuto Social da Sociedade ou de suas subsidiárias, inclusive, mas não se limitando a alteração do respectivos objetos sociais, exceto para cumprir com a Cláusula 6 do presente;
5. qualquer operação fora do curso normal dos negócios da Sociedade;

6. qualquer operação, celebração ou aditamento a qualquer contrato que envolva a Sociedade e um ou mais diretores, acionistas, Conselheiros, subsidiárias, sociedades afiliadas ao grupo de empresas da Aeropar, Conselheiros da Aeropar e quaisquer outras partes relacionadas, exceto no curso normal dos negócios da Sociedade e em termos comerciais usuais;
7. qualquer transferência ou licença de direitos de propriedade intelectual da Sociedade, exceto transferências para subsidiárias integrais da Sociedade;
8. qualquer alocação de lucro líquido, distribuição de dividendos, pagamentos de juros sobre o capital próprio ou qualquer outro tipo de remuneração relativa aos valores mobiliários da Sociedade ou quaisquer subsidiária, exceto com relação ao dividendo mínimo obrigatório;
9. o Plano Anual de Negócios e o orçamento anual, bem como quaisquer modificações relevantes ao Plano Anual de Negócios ou ao orçamento anual já aprovados e em vigor quando de sua modificação;
10. qualquer investimento que no período de 12 meses some um montante superior a US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional, excluídos investimentos já previstos no Plano Anual de Negócios e no orçamento anual, e exceto em caso de reposição de peças no curso normal dos negócios da Sociedade;
11. a nomeação e/ou destituição dos auditores independentes da Sociedade e/ou de suas subsidiárias e/ou qualquer mudança relevante (definida pelos auditores de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil ou nos Estados Unidos, conforme o caso) com relação às suas respectivas políticas de contabilidade, práticas ou princípios contábeis;

- 12.a criação, mudança e/ou alocação de qualquer plano de opção de compra de ações (stock option) para a Administração Sênior da Sociedade e/ou quaisquer de suas subsidiárias;
- 13.a contratação de empréstimo ou qualquer obrigação, incluindo, sem limitação, a assinatura de novos contratos de arrendamento de aeronaves e a renovação dos já existentes, os quais, considerados individualmente ou em conjunto, durante um período de doze meses, excedam o montante de US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional;
- 14.o registro ou cancelamento de registro de valores mobiliários da Sociedade ou suas subsidiárias para negociação em bolsa de valores ou em sistema de mercado de balcão organizado, seja no Brasil ou no exterior;
- 15.qualquer recompra ou cancelamento de quaisquer valores mobiliários pela Sociedade ou suas subsidiárias;
- 16.qualquer investimento em outras sociedades pela Sociedade ou suas subsidiárias ou a constituição de quaisquer afiliadas, a realização de qualquer joint-venture, parceria, ou qualquer outra forma de associação, para desenvolver qualquer tipo de atividade, que envolva a transferência de empregados, ativos ou valores que excedam US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional;
- 17.a criação de qualquer ônus, gravame ou outorga de garantia referente aos ativos ou propriedades da Sociedade ou quaisquer de suas subsidiárias que não aquelas realizadas no curso normal dos negócios da Sociedade ou de suas subsidiárias como garantia de financiamento;
- 18.qualquer operações financeiras ou adiantamentos entre a Sociedade e suas subsidiárias que não os realizados no curso normal dos seus negócios;

- 19.o ajuizamento de qualquer ação judicial ou administrativa, ou a celebração de quaisquer acordos que excedam, individualmente ou no total, ao menos potencialmente, o montante de US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional;
- 20.a aquisição ou transferência de controle de qualquer sociedade, companhia ou qualquer tipo de associação pela Sociedade ou por qualquer de suas subsidiárias;
- 21.a outorga pela Sociedade ou suas subsidiárias de quaisquer garantias que, consideradas individualmente ou em conjunto, durante um período de 12 meses, tenham valor igual ou superior a US\$200.000,00 ou valor equivalente em moeda corrente nacional;
- 22.qualquer mudança relevante nos negócios da Sociedade, incluindo mudança do início e fim do seu ano fiscal;
- 23.a nomeação e a substituição do Diretor Financeiro da sociedade e de suas subsidiárias;
- 24.o estabelecimento da remuneração e benefícios de empregados da Sociedade, especialmente aqueles da Administração Sênior;
- 25.qualquer alienação de ativos da Sociedade para suas subsidiárias que, considerados individualmente ou em conjunto, tenham valor igual ou superior a US\$200.000,00, ou valor equivalente em moeda corrente nacional; e
- 26.qualquer aquisição de ativos cujo valor total seja igual ou superior a US\$200.000,00, ou valor equivalente em moeda corrente nacional.

**Anexo C – Acordo de Acionistas da América Latina Logística S.A. (ALL)**

Trecho do Acordo de Acionistas. A versão integral do documento encontra-se disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

4.3. Os assuntos a seguir discriminados somente serão aprovados nas Reuniões Prévias mediante o voto afirmativo de 75% (setenta e cinco por cento) das ações de propriedade das Partes presentes:

- (i) alienação de ações de emissão da Concessionária detidas pela Companhia, ou qualquer operação que tenha por resultado fazer com que a Concessionária deixe de ser subsidiária integral da Companhia, sem prejuízo da necessidade de autorização do Poder Concedente;
- (ii) pedido de concordata ou requerimento de falência pela Companhia ou pelas suas controladas;
- (iii) fixação das condições gerais de celebração de contratos de qualquer natureza entre a Companhia ou suas controladas, de um lado, e as Partes, suas controladas, controladoras, ou controladas de suas controladoras, de outro, qualquer que seja o valor, ou autorização para a celebração de contratos que não atendam a essas condições;
- (iv) destinação do resultado do exercício e pagamento de dividendos intermediários;
- (v) alteração da política estatutária de dividendos;
- (vi) alteração do objeto social da Companhia ou do número de membros do Conselho de Administração;
- (vii) liquidação ou dissolução da Companhia ou das suas controladas, ou sua transformação em qualquer outro tipo de sociedade ou cancelamento de registros de companhia aberta;
- (viii) alienação ou oneração de bens do ativo permanente da Companhia ou das suas controladas, em uma ou mais operações sucessivas no curso



de 12 (doze) meses consecutivos, de valor agregado superior a 5% (cinco por cento) de seu patrimônio líquido atualizado;

- (ix) quaisquer participações ou investimentos em negócios estranhos ao objeto social, inclusive através de consórcio ou sociedade em conta de participação;
- (x) alienação, arrendamento ou outra forma de disposição dos direitos de concessão de que a Concessionária é titular, sem prejuízo da necessidade de autorização do Poder Concedente;
- (xi) suspensão das atividades da Companhia ou de suas controladas.

4.11. As Partes obrigam-se a votar em conjunto com todas as suas ações com direito a voto na eleição dos membros do Conselho de Administração da Companhia e de seu Presidente para cada mandato em consonância com o que for decidido na Reunião Prévia, levando-se em conta:

- (i) o Conselho de Administração será composto de no mínimo 5 (cinco) e no máximo 11 (onze) membros;
- (ii) atingir o objetivo da ocupação da maioria dos cargos de Conselheiro de Administração e da eleição de seu Presidente;
- (iii) as indicações dos membros do Conselho de Administração para homologação em Reunião Prévia serão feitas pelas Partes individualmente, obedecendo-se ao procedimento abaixo:
  - (a) a divisão do número de ações com direito a voto de propriedade das Partes do Grupo Controlador pelo número de membros do Conselho de Administração a cuja eleição tem direito o referido Grupo Controlador originará o quociente (“Quociente”) necessário para indicação de um membro do Conselho de Administração;

- (b) o número de ações com direito a voto de propriedade de cada Parte do Grupo Controlador dividido pelo Quociente resultará no número de membros do Conselho de Administração que serão indicados por cada Parte; e
- (c) as sobras remanescentes do cálculo descrito em “a” e “b” acima, ou a quantidade de ações com direito a voto de propriedade de quaisquer Partes que não atingirem o Quociente, poderão ser somadas, a critério de tais Partes, de modo a dar a estas Partes o direito de, conjuntamente, indicarem um membro do Conselho de Administração.

4.11.1. No caso de destituição, renúncia e/ou substituição de membro(s) do Conselho de Administração, as Partes se comprometem a acompanhar o voto da Parte que indicou o Conselheiro destituído, substituído ou que renunciou, o mesmo se aplicando em caso de vacância de cargo no Conselho de Administração.

5.3. No caso de qualquer Parte (“Parte Ofertante”) desejar alienar, vender, ceder, conferir ao capital de outra sociedade, transferir ou dispor de parte ou da totalidade das Ações de sua propriedade, deverá notificar por escrito o Presidente do Conselho de Administração, que deverá notificar cada uma das demais Partes no prazo de 24 (vinte e quatro) horas:

- (a) que a Parte Ofertante recebeu proposta de aquisição por escrito, inclusive de qualquer das demais Partes, sendo que a notificação deverá obrigatoriamente conter todos os termos e condições da proposta de compra das Ações (“Proposta”), inclusive o nome e a qualificação do proponente, a quantidade de Ações objeto da Proposta, o preço e as condições de pagamento, a ser feito obrigatoriamente em dinheiro, bem como todas as tratativas e obrigações conexas à transação e a inequívoca manifestação da Parte Ofertante quanto à aceitação da Proposta, ou

- (b) a intenção da Parte Ofertante de vender as Ações em Bolsa de Valores ou através de “block trade” no Brasil ou no exterior, acompanhada do preço mínimo pelo qual aceitaria concretizar tal venda, sendo que neste caso tal notificação constituirá Proposta para os fins deste Artigo Quinto.

5.3.1. Na hipótese prevista no item 5.3(a) acima, as demais Partes terão direito de preferência à aquisição das Ações ofertadas, nos mesmos termos e condições da Proposta, de acordo com as seguintes regras e procedimentos:

- (a) o direito de preferência somente será válido se seu exercício pelas demais Partes compreender a totalidade, e somente a totalidade, das Ações objeto da Proposta;
- (b) se a Proposta estabelecer preço em moeda estrangeira, deverá igual e expressamente conter o correspondente valor em moeda corrente nacional;
- (c) o local e a moeda de pagamento do preço serão sempre aqueles da sede da Parte Ofertante, independentemente de qualquer outro local eventualmente previsto na Proposta;
- (d) é vedada a cessão do direito de preferência à aquisição das Ações ofertadas estabelecido neste Artigo Quinto, inclusive às demais Partes;
- (e) no prazo de 30 (trinta) dias a contar da data do recebimento da Proposta pelo Presidente do Conselho de Administração, cada uma das demais Partes interessada na aquisição deverá notificar a Parte Ofertante, no endereço constante da Proposta, com cópia ao Presidente do Conselho de Administração, sobre o exercício de seu direito de preferência na proporção das Ações de que for proprietária, desconsiderando-se em tal cálculo as ações de propriedade da Parte Ofertante objeto da Proposta, indicando seu interesse na aquisição de parte ou da totalidade das Ações objeto da Proposta e no rateio, com ou sem limite

máximo, daquelas Ações sobre cuja aquisição as demais Partes não expressem interesse. A falta de manifestação de qualquer Parte no aludido prazo será considerada automática e inequivocamente como renúncia, irrevogável e irretratável, ao direito de preferência;

- (f) caso haja renúncia, tácita ou expressa, ou não exercício do direito de preferência, as Ações que não tenham sido objeto do exercício do direito de preferência serão rateadas entre as Partes que tenham efetuado reserva no rateio de sobras, na proporção das reservas que hajam sido efetuadas;
- (g) no prazo de 60 (sessenta) dias a contar da data do recebimento da Proposta pelo Presidente do Conselho de Administração, as Ações objeto da Proposta deverão ser vendidas às Partes que hajam manifestado tempestivamente a intenção de exercer seu direito de preferência, nos termos e condições da Proposta e com observância das regras estatuídas neste Acordo e na Proposta;
- (h) se, após a manifestação do exercício do direito de preferência no prazo prescrito neste Acordo, esta não compreender, por qualquer razão, a totalidade das Ações objeto da Proposta, a Parte Ofertante poderá então aliená-las em sua totalidade ao terceiro que apresentou a oferta objeto da Proposta, nos mesmos termos e condições estabelecidos na Proposta, desde que o comprador, sem ressalvas de qualquer natureza ou espécie, adira por escrito e simultaneamente à formalização da compra e venda, às disposições do presente Acordo; a adesão a este Acordo nos termos deste item 5.3.1(h) representa obrigação do terceiro, exigível pelos demais signatários do Acordo, se assim deliberado por signatários representando pelo menos 60% (sessenta por cento) das Ações, mas não direito do terceiro exigível contra os demais signatários;

- (i) caso a Parte Ofertante não aliene as Ações objeto da Proposta, por qualquer razão, ao comprador no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data do recebimento da Proposta pelo Presidente do Conselho de Administração, a Parte Ofertante, se ainda tiver a intenção de alienar suas Ações, deverá repetir procedimento previsto neste Artigo Quinto, e desde que receba nova proposta de venda.

5.3.2 Na hipótese prevista no item 5.3(b) acima, as demais Partes terão direito de preferência à aquisição das Ações ofertadas pelo preço mínimo pretendido para a venda no mercado de valores mobiliários, de acordo com as seguintes regras e procedimentos:

- (a) é vedada a cessão do direito de preferência à aquisição das Ações ofertadas estabelecido neste Artigo Quinto, inclusive às demais Partes;
- (b) no prazo de 15 (quinze) dias a contar da data do recebimento da notificação do Presidente do Conselho de Administração, cada uma das demais Partes interessada na aquisição deverá notificar a Parte Ofertante, no endereço constante da notificação, com cópia ao Presidente do Conselho de Administração, sobre o exercício de seu direito de preferência até a proporção das Ações de que for proprietária, desconsiderando-se em tal cálculo as ações de propriedade da Parte Ofertante objeto da Proposta, indicando seu interesse na aquisição de parte ou da totalidade das Ações objeto da Proposta e no rateio, com ou sem limite máximo, daquelas Ações sobre cuja aquisição as demais Partes não expressem interesse. A falta de manifestação de qualquer Parte no aludido prazo será considerada automática e inequivocamente como renúncia, irrevogável e irretratável, ao direito de preferência;
- (c) caso haja renúncia, tácita ou expressa, ou não exercício do direito de preferência, as Ações que não tenham sido objeto do

exercício do direito de preferência serão rateadas entre as Partes que tenham efetuado reserva no rateio de sobras, na proporção das reservas que hajam sido efetuadas;

- (d) no prazo de 15 (quinze) dias a contar da data do recebimento da notificação do Presidente do Conselho de Administração, as Ações objeto da Proposta deverão ser vendidas às Partes que hajam manifestado tempestivamente a intenção de exercer seu direito de preferência, nos termos e condições da notificação e com observância das regras estatuídas neste Acordo e na notificação;
- (e) caso a Parte Ofertante não aliene as Ações objeto da notificação em mercado de valores mobiliários, por qualquer razão, no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data do recebimento da notificação do Presidente do Conselho de Administração, a Parte Ofertante, se ainda tiver a intenção de alienar suas Ações, deverá repetir procedimento previsto neste Artigo Quinto.