

ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

THIAGO MASCARENHAS DE SOUZA E SILVA

**O CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS COM INVESTIMENTOS DE
FUNDOS DE PRIVATE EQUITY LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

SÃO PAULO (SP)

2010

THIAGO MASCARENHAS DE SOUZA E SILVA

**O CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS COM INVESTIMENTOS DE
FUNDOS DE PRIVATE EQUITY LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho apresentado à Banca Examinadora no Programa de Mestrado da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como exigência para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Orientadora: Professora Dra. Érica Cristina Rocha Gorga

SÃO PAULO (SP)

2010

THIAGO MASCARENHAS DE SOUZA E SILVA

**O CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS COM INVESTIMENTOS DE
FUNDOS DE PRIVATE EQUITY LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho apresentado à Banca Examinadora no Programa de Mestrado da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como exigência para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Orientadora: Professora Dra. Érica Cristina Rocha Gorga

Data de Aprovação: ____/____/____

Banca Examinadora

Professora Dra. Érica Cristina Rocha Gorga (orientadora) EDESP-FGV

Professor Dr. Alexandre di Micelli da Silveira - FEA USP

Professor Dr. Mário Gomes Schapiro ó EDESP-FGV

DEDICATÓRIA

*Dedico este trabalho a meu Pai Enoque
e a minha mãe Francisca
que me ensinaram que o investimento
mais líquido, perene e lucrativo
chama-se: Educação.*

AGRADECIMENTOS

RESUMO

Esta dissertação analisa o controle societário nas companhias com investimentos de fundos de *private equity* e *venture capital* (PE/VC). Lerner e Schoar argumentam que os fundos de PE/VC assumem o controle através da participação acionária majoritária em países do *civil law*, como o Brasil, em virtude dos baixos índices de proteção aos investidores. Este trabalho investiga a aplicabilidade dessa hipótese nas companhias com investimento de fundos de PE/VC que realizaram a abertura de capital entre os anos de 2004 a 2008. Neste período, 38 companhias com investimento de fundos de PE/VC ingressaram no Novo Mercado da BM&FBovespa. Algumas companhias do Novo Mercado possuem uma estrutura de propriedade mais dispersa e a ausência de um controlador definido. Nessas companhias, acionistas vinculam os seus direitos de voto em um acordo de acionistas para obtenção de mais de 50% do capital votante e para o exercício do controle da sociedade. O acordo de acionistas, portanto, serve como um substituto à participação majoritária em algumas companhias do Novo Mercado. Desta forma, este trabalho analisa a hipótese de que o acordo de acionistas serve como substituto à participação acionária nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC, regulando um controle compartilhado.

Palavras-Chave: Private Equity ó Venture Capital ó Controle ó Acordo de Acionistas -
Sociedades Anônimas ó BM&FBovespa

ABSTRACT

This research analyzes the corporate control in private equity and venture capital fund (PE/VC) backed companies. Lerner e Schoar argue that PE/VC funds take control over the majority stake in civil law countries, such as Brazil, because of low rates of protection for investors. This work investigates the applicability of this assumption in companies with PE/VC investment funds that made an IPO in BM&FBovespa between the years 2004 to 2008. During this period, 38 PE/VC backed companies enrolled in Novo Mercado. Some companies in the Novo Mercado have a more dispersed ownership structure and the absence of a controlling shareholder. In these companies, investors bind their voting rights in shareholders' agreement to obtain more than 50% of voting rights and coordinate control. Moreover, the agreement works as a substitute for a majority stake in some companies in Novo Mercado. This study analyses the assumption that shareholders' agreement works as a substitute for majority ownership in PE/VC backed companies regulating a joint control.

Key-notes: Private Equity ó Venture Capital ó Control ó Shareholders Agreement -
Corporation ó BM&FBovespa

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: O rol de direitos do <i>Law and Finance</i>	30
Tabela 2: Fases do Investimento versus Modalidades contratuais	39
Tabela 3 : Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de PE/VC	44
Tabela 4 : Distribuição dos investimentos nos setores da economia.....	72
Tabela 5 : Ranking Países Emergentes 2009 Atratividade dos Países Emergentes para investimento nos próximos 12 meses	73
Tabela 6 : Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC.....	133
Tabela 7 : Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC que alteraram o controle ao se analisar os votos vinculados pelo acordo de acionistas.....	134
Tabela 8 : Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC considerando os votos vinculados pelo acordo de acionistas	134
Tabela 9 : Tipos de acordos de acionistas das companhias com investimento de fundos de PE/VC sem controlador definido	139

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 : Percentual de Negócios Desinvestidos entre jan/2005 e jun/2008.....	60
Gráfico 2 : Capital Comprometido na Indústria de PE/VC no Brasil	67
Gráfico 3 : Percentual do Capital Comprometido em relação ao PIB	68
Gráfico 4 : Veículo de Investimento versus capital comprometido	69
Gráfico 5 : Capital Comprometido na Indústria	70
Gráfico 6 : Empresas Investidas em Portfólio	71

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 : Ciclo de Investimento de Private Equity e Venture Capital43

Ilustração 2 : Relacionamento Gestora-Fundo-Empresa Investida 44

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 1. DIREITO E FINANCIAMENTO	22
1.1. O papel do direito no financiamento	23
1.2. O direito como variável no financiamento empresarial: o argumentos do <i>Law and Finance</i>	28
1.3. A relevância das alternativas institucionais	33
1.4. O financiamento via fundo de <i>private equity</i>	37
CAPÍTULO 2. O CICLO DE INVESTIMENTO DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	43
2.1. Definição do termo <i>private equity</i>	43
2.2. Ciclo de Investimento	47
2.2.1 Constituição	48
2.2.2 Captação de Recursos	50
2.2.3 Investimento	52
2.2.4 Saída do Capital com venda de participação acionária	56
CAPÍTULO 3. A REGULAÇÃO PARA INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL	62
3.1. Surgimento da Indústria no Brasil	62
3.2. O mercado de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil	66
3.3. A regulação para investimentos de fundos de PE/VC no Brasil.....	74
3.3.1. Instrução CVM nº 209/1994 ó Regulação dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes	75
3.3.2. Instrução CVM nº 391/2003 ó Regulação dos Fundos de Investimento em Participação	76
3.3.3. Resolução do CMN nº 3.970/09 ó Investimentos de Fundos de Pensão.....	78

3.3.4. Lei 11.638/2007 ó Convergência das normas contábeis internacionais, IFRS.	79
3.3.5. . <i>Lei 11.312/2006</i> - Tributação sobre o Ganho de Capital	80
 CAPÍTULO 4: O CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS	82
4.1. A noção de controle	83
4.2. Qualificação jurídica do controle	86
4.2.1. A definição de controle societário segundo o art. 116 da Lei 6.404/1976.....	87
4.3. Tipologias do Controle	92
4.3.1. Controle Interno	92
4.3.2. Controle Externo	95
4.4. O controle societário no Brasil	97
4.5. O controle societário nas companhias com investimento de fundos de PE/VC..	100
 CAPÍTULO 5: ACORDO DE ACIONISTAS	105
5.1. Definição	106
5.1.1. Objeto do acordo de acionistas.....	107
5.2. Natureza jurídica	109
5.3. Tipologias do acordo de acionistas.....	114
5.3.1. Acordo de Voto	114
5.3.1.1. Acordo de voto e interesse social	115
5.3.1.2. Acordo de voto e controle societário	116
5.3.2. Acordo de Bloqueio	119
 CAPÍTULO 6: HIPÓTESE E METODOLOGIA	122
6.1. Hipótese	122
6.1.1. Limitação da Pesquisa	124
6.2. Metodologia e características da amostra	125

CAPÍTULO 7: O CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS COM INVESTIMENTO DE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY.....	131
7.1. O controle compartilhado assegurado por acordos de acionistas	131
7.2. Tipos de Acordo de acionistas	135
CONCLUSÃO	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	142
ANEXOS	149

INTRODUÇÃO

O presente estudo investiga o controle societário nas companhias que receberam investimentos de fundos de *private equity* e *venture capital*¹ (PE/VC), listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).

Os fundos de PE/VC são acionistas que investem muito mais do que apenas recursos financeiros.² Eles utilizam a sua alta *expertise* em gestão para agregar valor às empresas com uma influência direta na política estratégica de crescimento empresarial.³ Na última fase do ciclo de investimento⁴ ocorre a saída de capital com a venda da participação detida pelo fundo de PE/VC. Macintosh e Cumming relatam a existência de cinco formas de saída do capital investido, sendo a *initial public offering* (IPO) a modalidade mais rentável financeiramente e mais relevante para quantificar a força da indústria em um país.⁵

¹ Fundo de PE/VC é uma modalidade de fundo de investimento que reúne recursos de dois ou mais investidores qualificados para aportes de longo prazo em empresas de capital fechado. As organizações que realizam esta atividade de intermediação financeira compram participação acionária na forma de ações, debêntures conversíveis ou outros valores mobiliários, os quais após alguns anos tendem a se valorizar e são liquidadas. Os recursos aportados até então, mais o eventual ganho de capital, retornam para os investidores do fundo. *Private equity* é um termo genérico para os investimentos em participação que agrega os fundos de *seed money*, *venture capital* e *private equity*. Para os objetivos desta dissertação, o termo PE/VC será utilizado seguindo a abrangência de todos os veículos de investimento em participação com a sua racionalidade, como evidenciados por Salhman. Nas situações onde em que for necessário fazer uma menção a um veículo, especificamente, será feita. Para maiores informações quanto às modalidades de *Private Equity* ver: SALHMAN, W.A. *The structure and governance of venture capital organizations*. Journal of Financial Economics, Rochester, v. 27, n. 2, 1990.

² GORMAN, Michael; SALHMAN, W.A. *What do venture capitalist do?*, Boston, MA: Harvard Business Review, 1989 p. 21.

³ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The venture capital revolution*. Journal of Economic Perspectives, v. 15, 2001. P. 325

⁴ O ciclo de investimento consiste em: 1) constituição do fundo; 2) escolha das empresas para investir; 3) investimento; e 4) saída do investimento. Para maiores detalhes quanto ao ciclo do investimento ver o capítulo 1 deste trabalho.

⁵ Macintosh e Cumming anunciam que existem cinco formas de saída do investimento: *Write-off*, venda para um comprador estratégico (*trade-sale*), venda para o empreendedor (*buyback*), venda para outro investidor de *private equity* (*secondary sale*) e IPO. Para maiores detalhes, ver em: MACINTOSH, J.; CUMMING, Douglas J. *Venture capital exits in Canada and the United States*. *University of Toronto Law Journal*, v. 53, p. 101-200, 2003. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=321641>> or doi:10.2139/ssrn.321641. Quanto a maior rentabilidade do IPO como estratégia de saída ver: CUMMING, Douglas J.; FLEMING, Grant A.; SCHWIENBACHER, Armin. *Legality and Venture Capital Exits*. Journal of Corporate Finance, v. 12, Issue 2, p. 214-245, 2006. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1502017>>.

Algumas pesquisas analisam as consequências da participação dos fundos em companhias listadas em bolsa de valores. Gompers e Lerner argumentam que os fundos de PE/VC influenciam as empresas para a realização da IPO.⁶ Hocberg afirma que as empresas com investimentos de fundos de PE/VC possuem conselhos de administração, auditores e comitês de remuneração mais independentes. Ademais, as companhias com investimentos de fundos de PE/VC separam as funções de *chief executive officer* (CEO) e presidente do conselho de administração com maior frequência.⁷ Por sua vez, Hellman e Puri argumentam que os fundos de PE/VC são investidores ativistas que cumprem a função de monitoramento e aconselhamento das companhias em que investem.⁸

No Brasil, o mercado de capitais é um palco fértil para estudos acadêmicos. A integração entre a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) criou a terceira maior bolsa de valores do mundo e a segunda maior das Américas.⁹ A consolidação da BM&FBovespa como uma das maiores bolsas do mundo permite que a IPO seja a estratégia de saída mais utilizada pelos fundos de PE/VC no Brasil,¹⁰ inclusive com a venda do controle no momento da abertura de capital.¹¹

A participação dos fundos de PE/VC no mercado de ações brasileiro cresceu a partir do ano de 2004. Houve 38 IPOs de companhias com fundos de PE/VC em sua estrutura de propriedade entre os anos de 2004 a 2008. Todas essas as companhias ingressaram em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa e 32 companhias (84%) ingressaram imediatamente no Novo Mercado, nível máximo de padrões de governança.

Gioelli e Carvalho evidenciam o papel dos fundos de PE/VC na saída do investimento via

⁶ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The venture capital revolution*. Journal of Economic Perspectives, v. 15, 2001. p. 159-160.

⁷ HOCHBERG, Yael. *Venture capital and corporate governance in the newly public firm*. Working Paper, Northwestern University, Evanston, IL, 2005. p. 28

⁸ HELLMAN, Thomas; PURI, Manju. *Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence*. Journal of Finance, v. 52, p. 169-197, 2002, p. 27-28.

⁹ Ver: *Fusão Bovespa BM&F cria 3.ª maior bolsa do mundo*. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/m0155410.html>>.

¹⁰ Dados do Centro de Estudos de Private Equity e Venture Capital (GVcepe) indicam que ao final de 2008 a IPO foi a estratégia de saída em 54% dos investimentos de risco no Brasil. Ver: Centro de Estudos de Private Equity e Venture Capital: Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital ó Relatório de Pesquisa, Dezembro de 2008.

¹¹ Ver: *Dasa vai pulverizar o controle acionário em bolsa*. Jornal Valor Econômico, 25 jan. 2006.

bolsa de valores no Brasil. Os autores encontram evidências de que as empresas com investimentos de fundos de PE/VC possuem conselhos de administração mais independentes da gestão em comparação às companhias sem fundos de PE/VC em sua estrutura.¹² Por seu turno, Minardi e Tavares afirmam que as IPOs de empresas com participação de fundos de PE/VC apresentam retornos superiores quando comparados com as empresas que não possuem fundos de PE/VC em sua organização.¹³

Autores relatam quais são os fatores de sucesso presentes nas saídas dos investimentos de fundos de PE/VC no mercado brasileiro. Carvalho e Siqueira indicam que as características dos fundos, gestores e investidores são os fatores de sucesso nas saídas do investimento. Ademais, os autores afirmam que tais fatores influenciam na performance dos fundos de PE/VC: 1) volume de capital comprometido; 2) número de investimentos já realizados; 3) nível de controle dos fundos de PE/VC nas empresas; 4) existência de coinvestimentos¹⁴; 5) presença de investidores nos comitês de investimento; 6) origem estrangeira da organização gestora; 7) intensidade de contato entre gestores e empresas do portfólio; e 8) experiência da equipe gestora na indústria de PE/VC.¹⁵

Muito embora a literatura nacional avance na compreensão das consequências da participação dos fundos de PE/VC nas empresas brasileiras, ainda existem oportunidades para o desenvolvimento de novas pesquisas. Observa-se que, não houve ainda qualquer análise sobre como o controle societário é exercido nas companhias com investimento de fundos de PE/VC, especificamente, após a abertura de capital na BM&FBovespa¹⁶.

¹² GIOELLI, Sabrina Ozawa; CARVALHO, Antonio Gledson de. *The dynamics of earnings management in IPOs and the role of venture capital: evidences from Brazil*. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134932, p. 21

¹³ TAVARES, P. C. A.; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. *Does private equity work as a quality certification for IPOs in Brazil?*, p. 11. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/viewFile/709/182>.

¹⁴ Segundo Salhman, coinvestimentos são investimentos realizados por duas ou mais organizações gestoras de PE/VC em uma mesma empresa, com o objetivo de diminuir a exposição do fundo ao risco de uma empresa e aumentar a capacidade de seleção de boas oportunidades de investimento. Ver: SALHMAN, W.A.: *The structure and governance of venture capital organizations*. Journal of Financial Economics, Rochester, v. 27, n. 2, p. 494, 1990.

¹⁵ CARVALHO, Antonio Gledson de; SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues. *Determinantes do desempenho dos veículos de investimento em private equity e venture capital: evidências do caso brasileiro*. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/handle/10438/1687>>. Acesso em: 2 mar. 2010.

¹⁶ A análise da estrutura de propriedade dos 110 IPOs realizados na BM&FBovespa entre os anos de janeiro de 2004 a dezembro de 2008 revela a presença em 38 companhias de fundos de PE/VC como acionistas com mais de 5% do capital social da companhia. Ver a tabela 3 do Anexo 1 deste trabalho com a lista completa de empresas que receberam investimentos de fundos de PE/VC que realizaram o IPO entre os anos de 2004 a 2008.

Na literatura internacional, pesquisas atestam peculiaridades da participação dos fundos de PE/VC no controle das sociedades. Klausner e Litvak enfatizam que os fundos de PE/VC possuem direito de voto e controle que excedem os seus direitos sobre o fluxo de caixa, assegurados por contratos que lhes permitem influenciar a estratégia empresarial das companhias em que investem.¹⁷ Barlett menciona que os fundos de PE/VC obtêm direito de veto em certas matérias como venda de controle, fusões e aquisições, emissão e venda de valores mobiliários e endividamento, como forma de controle e proteção ao investimento.¹⁸ Gompers destaca que o direito de veto dos fundos de PE/VC não está relacionado a sua presença no conselho de administração, podendo exercer o seu direito de veto na assembléia de acionistas.¹⁹ Por seu turno, Kaplan e Stromberg pesquisam 213 investimentos de fundos de PE/VC e observam que em 40% da amostra os fundos possuem assentos no conselho de administração, chegando a controlá-lo em 25% dos casos.²⁰

A participação dos fundos de PE/VC no controle varia entre diferentes sistemas jurídicos. Lerner e Schoar defendem que a modalidade do sistema legal influencia a participação dos fundos de PE/VC no controle das sociedades. Os autores argumentam que países com sistemas jurídicos oriundos do *common law* possuem melhores índices de proteção ao investidor, o que resulta em uma maior aptidão para investimentos de risco. Nesses países os fundos tendem a participar do controle mediante provisões contratuais entre o fundo, empreendedor e empresa, mesmo como acionistas minoritários. O conselho de administração nessas empresas possui uma pequena participação dos fundos, que utilizam direitos de veto, por exemplo, para monitorar as atividades sociais. Os países do *civil law*, diferentemente, apresentam menores índices de proteção ao investidor e *enforcement* contratual. Nesses países, os fundos de PE/VC obtêm o controle da sociedade através da participação majoritária e compõem a maioria do conselho de administração, como fuga aos baixos índices de proteção.²¹

¹⁷ KLAUSNER, Michael D.; LITVAK, Kate. *What economists have taught us about venture capital contracting. Bridging the entrepreneurial financing gap: linking governance with regulatory policy*. Michael Whincop, ed., Ashgate, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=280024> or doi:10.2139/ssrn.280024>.

¹⁸ BARTLETT, Robert. *Venture capital, agency costs and the false dichotomy of the corporation*. UCLA Law Review, Vol. 54, 2006; UGA Legal Studies Research Paper No. 06-006.2006.

¹⁹ GOMPERS, P.A. *Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments*. Working Paper, Harvard Business School, 1998. Disponível em: <http://www.people.hbs.edu/pgompers/Convert.PDF>

²⁰ KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per Johan. *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, NBER Working Paper, n. W7660. 2000. p. 10. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=228134>>.

²¹ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The

A construção teórica encontrada na pesquisa de Lerner e Schoar²² gera o problema de pesquisa que esta dissertação analisa. Se os resultados forem absolutos, sendo o Brasil um país do *civil law*, os fundos de PE/VC, ao investirem em empresas brasileiras, investem como acionistas majoritários, obtendo, assim, o controle societário.

Desta forma, o presente trabalho investiga este problema no mercado acionário brasileiro. Ressalta-se que as ofertas públicas iniciais de ações das companhias com investimentos de fundos de PE/VC possuem uma particularidade no Brasil. Uma análise das 38 IPOs de companhias com investimentos de fundos de PE/VC revela que os fundos permanecem na estrutura de propriedade da companhia mesmo após a abertura de capital. Tal singularidade atesta que a IPO, no Brasil, é uma estratégia de saída parcial para os fundos de PE/VC. Diante da permanência dos fundos de PE/VC nas companhias após a IPO, esta dissertação analisa a participação desses fundos de PE/VC no controle societário das companhias quando elas se tornam públicas²³.

Assim, a análise do controle societário das companhias com investimento de fundos de PE/VC é uma oportunidade de pesquisa que motiva a realização da presente dissertação. Pretende-se investigar como o controle nessas companhias é exercido e se os fundos investem como acionistas controladores através de participação majoritária.

Algumas pesquisas analisam a participação dos fundos de PE/VC nas empresas brasileiras. Santos realiza entrevistas com gestores de fundos de PE/VC e verifica as perspectivas sobre as limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional brasileiro para o desenvolvimento da indústria. O autor testa a afirmação de que os fundos de PE/VC sempre preferem adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito entre as partes. A maior parte da amostra (75%) discorda desta afirmação. Ou seja, os gestores dos fundos de PE/VC podem

Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 120(1), pages 223-246, 2005.

²² Idem, *ibidem*.

²³ Enfatiza-se que o presente estudo não pode discutir diretamente os resultados de Lerner e Schoar, pois, a análise desses autores acontece enquanto as empresas são fechadas e possuem investimentos de fundos de PE/VC. Entretanto, a caracterização do problema de pesquisa em Lerner e Schoar serve como *benchmark* para replicar a investigação sobre o controle societário nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC que realizaram a IPO entre os anos de 2004 a 2008 na Bolsa de Valores de São Paulo. Maiores informações quanto a limitação da pesquisa, encontra-se na seção 6.1.1. desta dissertação.

investir sem ter que obter o controle no Brasil. O autor conclui que este resultado atesta que os gestores de fundos de PE/VC não vêm restrições em investir como acionistas minoritários.²⁴

Por sua vez, Cinthia Ribeiro pesquisa se os fundos de PE/VC investem como acionistas minoritários ou acionistas majoritários, no Brasil. A intenção principal da autora é investigar a adaptabilidade, no Brasil, do modelo contratual utilizado pelos fundos de PE/VC nos EUA. A autora entrevista sete gestoras de fundos no Brasil e questiona se os fundos participam da sociedade como: 1) minoritário com direito de veto; 2) minoritário com direitos de controle; 3) divisão do controle (50%-50%); 4) majoritário com o controle total. Diferentemente daquilo que Lerner e Schoar apontam como uma tendência em países do *civil law*, Ribeiro encontra que em 86% dos casos, os fundos investem como acionistas minoritários com poder de veto em matérias estratégicas, e em 72% da amostra os fundos investem como minoritários em um controle compartilhado.²⁵

Os resultados de Santos e Ribeiro apontam para um modelo de controle diferente da participação majoritária suposta por Lerner e Schoar. A ascensão de estruturas mais dispersas permite o exercício do controle por acionistas que não necessariamente possuem a maior quantidade de ações com direito a voto. Nessas situações, acionistas vinculam seus votos em instrumentos jurídicos ó os acordos de acionistas ó para obterem a maioria do capital votante, coordenarem o processo decisório da sociedade e disciplinarem de que forma o controle será exercido.

Gorga analisa as alterações no controle das companhias brasileiras. Segundo a autora, as companhias que abriram o capital e ingressaram diretamente no segmento Novo Mercado possuem uma estrutura de propriedade mais dispersa. Tal entendimento gera consequências diretas no controle e nos padrões de governança corporativa.²⁶ A autora observa a existência

²⁴ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008. p. 84.

²⁵ RIBEIRO, Cinthia. *Financial contracting choices in Brazil: does the Brazilian legal environment allow private equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies?*. Law and Business Review of the Americas, v. 13-2, p. 355-380, 2007, p. 370.

²⁶ GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. Northwestern Journal of International Law & Business. 29: 2009, p. 474

de companhias com o maior acionista detendo menos de 50% das ações com direito a voto. Nessa situação, um grupo de acionistas pode vincular os direitos de voto, através de um acordo de acionistas, para a obtenção do controle. Desta forma, o acordo de acionistas serve, portanto, como substituto da participação acionária majoritária.²⁷

Ao analisar a participação acionária das companhias do segmento Novo Mercado, Gorga observa que em 65 companhias (70%) não existe um acionista controlador definido. Quando se considera os votos vinculados no acordo de acionistas dessas companhias, 20 delas tornam-se companhias com um controlador definido. A autora afirma que o acordo de acionistas promove a formação do bloco de controle em companhias sem controlador definido, demonstrando que o controle está sendo exercido não por participação, e sim pela celebração de um instrumento contratual.²⁸

O *caput* do art. 116 da Lei 6.404/1976 permite que o controle aconteça por meio de um acordo de votos celebrados por um grupo de acionistas. Nesta ocasião, o dispositivo legal indica a utilização de acordos de acionistas para a obtenção e a regulação dos direitos de voto e exercício do poder de controle. Carvalhosa define o acordo de acionista como um contrato com natureza de negócio jurídico privado, celebrado por acionistas de uma mesma sociedade, com o objetivo de regular o exercício dos direitos decorrentes da propriedade acionária, como o direito de voto e a negociabilidade das ações²⁹.

Comparato entende que o art. 116, ao mencionar o grupo de pessoas vinculadas a um acordo de voto, remete à existência, nessas companhias, de um controle compartilhado assegurado por acordos de acionistas.³⁰ No mesmo sentido, Gorga sustenta que a utilização dos acordos de acionistas pelas companhias sem controlador definido com o intuito de obter o controle caracteriza, nessas companhias, um controle compartilhado.³¹

O acordo de acionistas serve como importante ferramenta jurídica para a obtenção do controle no Brasil. Este instrumento contratual permite que acionistas convençionem regras para o

²⁷ Idem, *ibidem*, p. 475.

²⁸ Idem, *ibidem*, p. 475.

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, Saraiva, São Paulo, 1984, p. 9.

³⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle nas sociedades anônimas*. Forense, São Paulo, 1976, p. 75.

³¹ GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. *op. cit.* p. 476.

exercício do controle, mesmo quando esses acionistas não possuem a participação acionária para exercer a maioria e influenciar a sociedade.

A participação do fundo de PE/VC está intimamente ligada ao controle societário e ao uso de acordos de acionistas. O fundo busca, por meio de instrumentos contratuais, moldar um relacionamento visando mitigar os custos de agência e, ao mesmo tempo, proporcionar ao fundo uma proteção ao investimento. Ademais, a racionalidade de um fundo de PE/VC é de influenciar a companhia em estratégias de negócios que visem o crescimento empresarial. Somente com a valorização da empresa é que os fundos obtêm retorno financeiro dos seus investimentos. Assim, é fundamental para o fundo que a sua intenção de maximização de valor esteja no cerne do controle, seja atuando no conselho de administração seja com provisões contratuais que permitem ao fundo vetar situações que não sejam do interesse da companhia.

A presente dissertação investiga o controle nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC listadas na BM&FBovespa, com o intuito de testar a hipótese de que nessas sociedades o acordo de acionista serve como substituto da participação acionária para obtenção do controle regulando, assim, um controle compartilhado.

A amostra final consiste em acordos de acionistas das companhias com investimentos de fundos de PE/VC que ingressaram na bolsa de valores de São Paulo entre 2004 e 2008. Este trabalho segue a metodologia utilizada por Gorga para identificar como o controle é exercido, bem como os efeitos do acordo de acionistas nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC.

Desta forma, no intuito de averiguar o controle societário nas 38 companhias com investimento de PE/VC, a metodologia se divide em cinco etapas: 1) Identificação das companhias com fundos em sua estrutura; 2) Identificação das companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido; 3) Identificação da existência de acordos de acionistas nas companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido; 4) Verificação se os acordos vinculam mais de 50% dos direitos de voto nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC sem controlador definido e identificação do controle compartilhado; e 5) Identificação do tipo de acordo de acionistas utilizado.

Os resultados expõem que 27 companhias (71,05%) têm o controle compartilhado assegurado por acordo de acionistas. Nessas companhias existe a formação de um bloco de controle entre acionistas com menos de 50% do capital votante. Em 7 companhias (18,42%), o controle é adquirido pela participação majoritária. Dessas sete companhias, somente 3 possuem o fundo de PE/VC como acionista majoritário. Por fim, em 4 companhias (10,52%) não existe um controlador definido. Tais dados permitem concluir que a maioria das companhias com investimento de fundos de PE/VC que realizaram a IPO entre os anos de 2004 a 2008 possuem um controle compartilhado. Ademais, o acordo de acionistas serve como substitutivo a participação acionária para a obtenção desse controle.

A presente dissertação divide-se em sete capítulos. O primeiro capítulo posiciona o direito no financiamento empresarial. A intenção é apresentar como o direito através de medidas regulatórias e de governança corporativa permite a proteção e a composição de interesses entre o sócio investidor e o sócio empreendedor. O segundo capítulo apresenta o arcabouço conceitual dos investimentos de PE/VC e a racionalidade do ciclo de investimento, cujo propósito é criar um vocabulário a ser utilizado no decorrer deste trabalho e discutir os motivos deste investidor em influenciar suas empresas para a IPO com padrões de governança mais rigorosos.

O terceiro capítulo apresenta a regulação para investimentos de fundos de PE/VC no Brasil. O quarto capítulo apresenta uma revisão de literatura quanto ao controle nas sociedades anônimas. Ademais, apresenta-se algumas pesquisas que analisam o controle no Brasil, inclusive, o controle em companhias com investimento de fundos de PE/VC. O quinto capítulo analisa o acordo de acionistas e seus efeitos no controle. Na sexta parte do trabalho, apresenta-se a metodologia e hipótese de trabalho. Por fim, o sétimo capítulo traz as contribuições desta dissertação, apresentando as consequências da participação dos fundos de PE/VC no controle das sociedades anônimas listadas na Bovespa. Por fim, as conclusões deste estudo.

CAPÍTULO 1

DIREITO E FINANCIAMENTO

O processo de desenvolvimento empresarial requer instrumentos de financiamento para alavancar a atividade produtiva. Através do financiamento, os administradores conseguem executar as estratégias de crescimento operacional e maximizar o valor da empresa. Ademais, os resultados financeiros desses esforços são aptos a gerar retornos atrativos aos investidores.

A partir do aporte de novos recursos na empresa, inicia-se a necessidade de composição de interesses entre o administrador e o investidor. De um lado, o investidor ou financiador pretende que os recursos aportados sejam administrados e maximizados de forma que retornem em quantia superior àquela investida. Por outro lado, o administrador gerencia a empresa a partir de suas convicções e pode tomar decisões oportunísticas que não maximizem o valor da empresa. Neste momento, a divergência de interesses quanto a alocação do financiamento entre investidor e administrador pode gerar um conflito conhecido na literatura como problemas de agência³².

Diante de um problema de agência, o direito tem os devidos mecanismos para minimizar esse conflito e compor os interesses entre financiadores e administradores em prol da maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, do desenvolvimento empresarial.

Este capítulo posiciona o direito no financiamento corporativo. Primeiramente, apresenta-se como as ferramentas jurídicas (medidas regulatórias e governança corporativa) são capazes de compor os interesses no relacionamento entre investidor e administrador.

Em seguida, descreve-se a visão teórica do artigo *Law and Finance*. Este artigo investiga o nível de proteção do investidor e mensura o desenvolvimento do mercado de capitais e de

³² JENSEN, Michael e MECKLING, William: Theory of the firm: managerial behaviour, agency problems and ownership structure, Journal of Financial Economics, v.3, n. 4, 1976.

crédito em 49 países. Os países são segmentados de acordo com as suas famílias jurídicas (*common law* e *civil law*). Desta forma, os autores comparam o nível de proteção do investidor entre os países. Os resultados apontam para um melhor nível de proteção do investidor nos países do *common law*, enquanto os países do *civil law*, como o Brasil, possuem os menores índices de proteção.

No entanto, ao estipular um rol de direitos e garantias como indicadores de análise, os autores do *Law and Finance* descartam a possibilidade da existência de outras ferramentas jurídicas que também servem para proteger os interesses dos investidores. Apresenta-se esta crítica na terceira parte deste capítulo. Nesse momento, apresenta-se uma alternativa para a análise do *Law and Finance*. A intenção é mudar o foco de análise das famílias jurídicas para os arranjos institucionais alternativos que alguns países utilizam para a proteção do investidor. Na última parte deste capítulo, apresenta-se o financiamento via fundos de PE/VC e como o direito serve para a proteção do investimento e composição de interesses no decorrer do ciclo de investimento.

1.1. O papel do direito no financiamento

A atividade de financiamento é um fator determinante para o crescimento empresarial. A partir da inserção de novos recursos no capital social das empresas é que os seus administradores podem colocar em prática as estratégias que ocasionem uma maximização de valor da empresa.

Existem duas formas de financiamento: 1) a utilização dos recursos internos, e 2) a captação externa por meio de instrumentos financeiros³³. A primeira possibilidade acontece com a utilização dos recursos da própria empresa provenientes da geração de caixa e do lucro acumulado que, em vez da distribuição na forma de dividendos ou participação nos lucros para os empregados, foram alocados para financiar novos projetos³⁴.

³³ GARNER, Daniel R.; OWEN, Robert R.; CONWAY, Robert P.. *Guide to financing for growth*. Ernst & Young Entrepreneurial Services Group. New York: Professional, Reference and Trade Group, 1995.

³⁴ Idem, ibidem. p. 48.

A segunda forma consiste no financiamento externo. Esta modalidade de financiamento pode ser classificada em: financiamento externo por meio de dívida (*debt*), ou financiamento externo por meio de participação acionária (*equity*) com a entrada de novos sócios investidores³⁵.

O financiamento por dívida é a celebração contratual com uma instituição financeira para a percepção de um empréstimo a ser pago pela companhia em um prazo de tempo estipulado. O direito brasileiro concebe uma outra possibilidade de financiamento por dívida a partir da emissão de debêntures³⁶. Nesta situação, a empresa se compromete a pagar aos tomadores da dívida uma quantia preestabelecida acrescida de uma taxa de juros em um determinado período de tempo³⁷.

O financiamento via *equity* ou o financiamento via participação acionária consiste na entrada de novos sócios com o aumento do capital social da empresa. Nesta modalidade de financiamento não há um endividamento da empresa. Na verdade, os novos sócios têm uma expectativa de ganhos de capital na forma de dividendos ou com o crescimento do valor da empresa. O financiamento via participação acionária é usualmente utilizado pelos fundos de PE/VC ao investirem. Esses fundos injetam capital nas companhias com o objetivo de, no futuro, vender suas participações acionárias a outro investidor ou num processo de IPO³⁸.

Uma diferenciação importante entre o financiamento por dívida e por participação acionária consiste no nível de monitoramento desses provedores de capital. As instituições financeiras, provedoras de financiamento por dívida, possuem incentivos de monitoramento reduzidos, pois independente da valorização dos ativos da empresa, a organização obriga-se contratualmente a pagar o empréstimo em datas preestabelecidas com a instituição financeira.

³⁵ Idem, ibidem. p. 50.

³⁶ Art. 52 da Lei 6.404/1976 A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

³⁷ Ressalta-se que a diferença entre um empréstimo bancário e uma emissão de debêntures consiste na figura do provedor do financiamento. Uma vez que no empréstimo bancário, o financiador é a própria instituição financeira. Já na emissão de debêntures, os financiadores podem ser agentes econômicos interessados em investir na dívida da empresa. Maiores informações em: BULGARELLI, Waldirio. *Sociedades comerciais*. 8ª ed., São Paulo: Atlas, 1999.

³⁸ BLACK, Bernard S. e GILSON, Ronald J: *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*. Journal of Financial Economics, Vol. 47, Issue 3, 1998, p. 243-277 1998.

Por outro lado, na modalidade de financiamento por participação acionária, o investidor ingressa na vida social da empresa tendo mais incentivos de monitorar a administração e tomar conhecimento sobre a utilização adequada dos recursos. Nesta perspectiva, o investidor em participação acionária é um acionista ativo, pois se os recursos aportados não foram utilizados de forma adequada, não haverá uma maximização do valor dos ativos e, consequentemente, os investidores não obterão os ganhos de capital desejados ³⁹.

Entretanto, o relacionamento entre sócio investidor e administrador ou empreendedor pode ser mais conflitante no financiamento via *equity*. O investidor, por exemplo, desconhece como os recursos frutos do financiamento serão utilizados pelo administrador. Por outro lado, o administrador pode querer investir os recursos aportados de forma diversa do interesse do sócio investidor. Diante deste raciocínio, a literatura caracteriza essas incertezas do relacionamento administrador e investidor como problemas de agência.

Jensen e Meckling definem uma relação de agência como *ãa contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* ⁴⁰. De acordo com a teoria da agência, o interesse do principal de aferir ganhos de capital necessita e depende da atuação do agente para a maximização do investimento. A relação de agência pode sugerir, a princípio, uma busca de eficiência, pois o principal, por não dispor de experiência, tempo, competência e capacitação, confere ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos e a execução das atividades empresariais.

Dessa forma, o principal e o agente podem ter interesses convergentes ou divergentes. Havendo convergência, ambos estarão alinhados e envolvidos em objetivos e motivações comuns, porém, havendo divergência, surgirão os conflitos que precisam ser regulados e controlados de alguma forma pelo principal ⁴¹.

Da divergência de interesses, o principal pode limitá-los, estabelecendo incentivos

³⁹ VAN DEN BERGHE, Lutgart A. A. e LEVRAU, Abigail P.D., The Role of the Venture Capitalist as Monitor of the Company: A Corporate Governance Perspective. Corporate Governance: Aa International Review, Vol. 10, pp. 124-135, 2002.

⁴⁰ JENSEN, Michael e MECKLING, William: Theory of the firm: managerial behaviour, agency problems and ownership structure, Journal of Financial Economics, v.3, n. 4, 1976. p, 5.

⁴¹ Idem, p. 7.

apropriados para o agente e, através de um custo de monitoramento, designar limites das atividades do mesmo. Porém, é pouco provável que o principal obtenha custo zero ao assegurar que o agente tome decisões ótimas do seu ponto de vista⁴².

No relacionamento de agência, o principal e o agente irão incorrer em custos de monitoramento, bem como conviver com divergências em algumas decisões do agente. Em outras palavras, os custos de monitoramento são os custos de agência, definidos como aqueles necessários para alinhar os interesses do agente (administradores) com os interesses do principal (investidores)⁴³.

Diante da possibilidade de custos de agência, como o principal pode monitorar a conduta do agente e tentar minimizar essa possibilidade de conflito de interesses?

Hasmann e Kraakman afirmam que há três pontos chaves para o entendimento dos problemas de agência no relacionamento entre sócio empreendedor e sócio investidor: 1) os conflitos entre acionistas e administrador; 2) a oposição de interesse entre os acionistas majoritários e os minoritários; e 3) as divergências entre administradores e credores⁴⁴.

O primeiro conflito em potencial consiste no desequilíbrio de interesses entre o sócio investidor e o administrador. Este último detém sob a sua responsabilidade o direcionamento das atividades produtivas e, em algumas situações, o seu interesse pode ser contrário dos interesses do investidor que é de maximização do valor da companhia. O administrador está em posição de vantagem em relação ao investidor, pois, detém informações privilegiadas e meios exclusivos de tomada de decisões⁴⁵.

Na segunda situação ocorre o conflito de interesse entre o acionista minoritário e majoritário. Este desconsidera os interesses do minoritário e faz valer a sua vontade nas decisões dos órgãos da sociedade. O último conflito em potencial reside na possibilidade da empresa atuar

⁴² Idem, p. 9.

⁴³ Idem, p. 9.

⁴⁴ HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier: Agency problems and legal strategies em Kraakman, Reinier at al. The anatomy of corporate law ó a comparative and functional approach, New York, Oxford, 2006, p. 22.

⁴⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia. São Paulo. Saraiva, 2009. p. 37.

em defesa dos interesses corporativos ocasionando prejuízos aos credores⁴⁶.

Diante desses conflitos o direito serve ao financiamento empresarial como forma de composição de interesses antagônicos. Hasmann e Kraakman afirmam que compete ao direito a definição de parâmetros para que o relacionamento aconteça de forma atrativa para as partes. Os autores mencionam as definições: 1) dos elementos constitutivos de uma sociedade; 2) dos limites da responsabilidade dos administradores; 3) dos mecanismos de capitalização das sociedades; 4) dos procedimentos de solução de controvérsias; e 5) das regras de falência e de recuperação dos ativos. Desta forma, as ferramentas jurídicas reduzem a possibilidade de problemas de agência entre empreendedores ou administradores e investidores⁴⁷.

Segundo Hansmann e Kraakman existem duas estratégias jurídicas capazes de minimizar os problemas de agência. Os autores entendem por estratégias jurídicas *the generic method of deploying substantive law to mitigate the vulnerability of principals to the opportunism of their agents*⁴⁸. As estratégias jurídicas são: 1) os dispositivos regulatórios; e 2) os mecanismos de governança corporativa.

As medidas regulatórias são definidas no ambiente externo às sociedades. Tais medidas limitam e direcionam o comportamento dos agentes e das sociedades. A regulação, por exemplo, impõe limites à conduta dos administradores estabelecendo um rol de proibições e exigências que inibem a liberdade de atuação. Dessa maneira, essas medidas ilustram um campo de atuação e orientam a relação entre principal-agente no âmbito empresarial. Por sua vez, a governança corporativa serve para autorregulação entre as partes. As regras de governança corporativa agem na forma de arranjos contratuais privados entre os agentes da firma para o estabelecimento dos termos sobre diversas relações existentes entre a companhia e seus *stakeholders*⁴⁹.

Portanto, o papel do direito no financiamento empresarial consiste no alinhamento de interesses entre o investidor e administrador ou empreendedor que possibilitem a redução dos

⁴⁶ HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier: Agency problems and legal strategies em Kraakman, Reinier at al. The anatomy of corporate law ó a comparative and functional approach, New York, Oxford, 2006, p. 22.

⁴⁷ Idem, p. 22.

⁴⁸ Idem, p. 24.

⁴⁹ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit, p. 37.

problemas de agência. Ademais, os dispositivos regulatórios e a governança corporativa estabelecem um ambiente adequada para que as partes recebam os incentivos adequados para a maximização do valor da empresa.

Na próxima seção, apresenta-se os argumentos do artigo *Law and Finance*. Os resultados desta pesquisa apontam que as regras jurídicas de proteção ao investidor variam entre os países em decorrência das diferenças entre as famílias jurídicas. Os autores defendem que países do *common law* possuem medidas regulatórias e de governança corporativa melhores para a proteção dos investidores do que os países com sistemas jurídicos do *civil law*.

1.2. O direito como variável no financiamento empresarial: o argumento do *Law and Finance*

O artigo publicado com o título *Law and Finance* analisa o impacto dos sistemas jurídicos em dar suporte e em promover o desenvolvimento do mercado de capitais e do mercado bancário⁵⁰.

O ponto de partida desta teoria é considerar que o direito em diferentes países advém de transplantes legais oriundos de poucas famílias jurídicas. Na seara do direito comercial, os sistemas jurídicos derivam das famílias do *common law* e do *civil law*. Os sistemas do *common law* tem uma base no direito anglo-saxão, enquanto os sistemas da família do *civil law* possuem como base o direito romano. Ademais, o *civil law* divide-se em três famílias distintas: francesa, germânica e escandinava. A forma como essas tradições chegaram em diferentes países ocorreu através de transplantes jurídicos a partir de processos de colonização, ou de imperialismo ou, até mesmo, com uma cópia das regras de um país. Diante desses processos de transplantes das linhagens jurídicas e da evolução dos sistemas jurídicos, os autores comparam as ferramentas legais de proteção aos investidores e a importância da linhagem jurídica em diferentes países⁵¹.

⁵⁰ LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

⁵¹ Idem, p. 1115.

Para chegar a esse objetivo, os autores investigam as regras jurídicas que protegem os investidores e a qualidade do *enforcement* em 49 países que possuem empresas de capital aberto⁵². Na condução da análise, os países foram segmentados segundo a origem dos seus sistemas legais, sendo divididos entre: *common law* para aqueles países com sistemas provenientes do modelo jurídico anglo-saxão baseado em costumes, práticas sociais e decisão jurisprudencial como forma de materialização do direito; *civil law* francês referente aos países com uma influência jurídica do direito codificado francês; e o *civil law* escandinavo-germânico, conforme o nome atesta, para países com sistemas decorrentes do direito escandinavo-alemão⁵³.

Os autores focam na comparação de um conjunto de regras de proteção aos investidores existentes ou não em determinados países. Além disso, definem um conjunto de ferramentas jurídicas, entendidas como o rol de direito e garantias que oferecem a adequada proteção dos interesses dos investidores⁵⁴. Somente as leis comerciais e leis de falência são consideradas para análise, pois são leis que regulam a: 1) relação jurídica entre os *insiders* (acionistas e diretores) e a própria companhia; e 2) relação jurídica entre a companhia e alguns *outsiders*, como os credores. Ademais, todas essas regras fazem parte dos códigos comerciais, para países do *civil law*, quanto em leis esparsas no formato de *acts* nos países do *common law*⁵⁵.

Os autores expõem um grupo de regras que não são consideradas em suas análises. Primeiramente, o artigo pouco trabalha com as regras de fusões e aquisições, exceto indiretamente ao tratar sobre os mecanismos de voto nessas situações. Em seguida, o artigo pouco trata das regras sobre *disclosure*. Por fim, o artigo não utiliza nenhuma informação sobre regulações oriundas de instituições reguladoras do mercado de capitais (exemplo da SEC e da CVM), bancárias e financeiras que podem restringir a participação de instituições na propriedade das companhias⁵⁶.

Desta forma, os autores analisam o sistema jurídico de 49 países e o nível de proteção jurídica existente nas transações financeiras. Os autores definem um conjunto de mecanismos jurídicos que, segundo eles, são capazes de proteger adequadamente os interesses dos

⁵² Idem, 1115.

⁵³ Idem, p. 1117-1119.

⁵⁴ Idem, p. 1120.

⁵⁵ Idem, p. 1120.

⁵⁶ Idem, p. 1120.

investidores ⁵⁷. A tabela abaixo elaborada por Schapiro⁵⁸ compila o rol de direitos e garantias utilizadas nas análises do *Law and Finance*.

Tabela 1:
Rol de Direitos do *Law and Finance*

Rol de direito dos acionistas	Rol do direito dos credores
Possibilidade de votação não presencial (possibilidade de voto por correio, por exemplo)	Direito de posse sobre a garantia prestada, independente dos processos de reorganização societária;
Possibilidade de negociar ações a qualquer tempo (inexistência de depósito prévio de ações, preliminarmente aos encontros de acionistas);	Concessão do direito de preferência à retenção das garantias aos seus titulares nos processos de reorganização;
Existência de voto proporcional para garantir os interesses dos minoritários	Previsão de anuência prévia dos credores para a recuperação da empresa devedora;
Proteção aos acionistas dissidentes (recompra de ações ou possibilidade de questionamentos da política corporativa)	Possibilidade de substituir os administradores durante a reorganização das empresas;
Preferência na aquisição de novas ações	
Possibilidade de convocação do encontro de acionistas, ainda que com uma participação não expressiva no capital social.	

Fonte: SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit, p. 43.

Conforme exposto na tabela 1, o rol de direito e garantias dos acionistas são: 1) Possibilidade de votação não presencial (possibilidade de voto por correio, por exemplo); 2) Possibilidade de negociar ações a qualquer tempo (inexistência de depósito prévio de ações, preliminarmente aos encontros de acionistas); 3) Existência de voto proporcional para garantir os interesses dos minoritários; 4) Proteção aos acionistas dissidentes (recompra de ações ou possibilidade de questionamentos da política corporativa); 5) Preferência na aquisição de novas ações; 6) Possibilidade de convocação do encontro de acionistas, ainda que com uma participação não expressiva no capital social ⁵⁹.

Primeiramente, a votação não presencial refere-se à possibilidade de participação pelo

⁵⁷ Idem, p. 1126-1130.

⁵⁸ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit, p. 43.

⁵⁹ LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, p. 1125.

acionista nas votações assembleares mesmo não estando presente no conclave. Neste caso, o acionista envia seu voto por correio, por exemplo, que será computado no final da votação de cada questão. Este mecanismo assegura a participação de acionistas nas decisões da companhia e estimula a inexistência da formação de blocos por acionistas desinteressados em participar dos encontros de acionistas presencial. Os autores citam o exemplo do Japão para ilustrar a importância do voto não presencial para a proteção dos interesses dos acionistas. Nesse país, o encontro anual de acionistas de todas as companhias, por determinação legal, deve acontecer em um único dia. Um acionista com investimento em várias companhias não conseguiria exercer o seu direito de voto em todas empresas em que ele investe, pois os encontros anuais de acionistas acontecem no mesmo dia. Desta forma, o voto não presencial permite que esse acionista possa exercer o seu direito de voto ⁶⁰.

Uma outra variável trata sobre a possibilidade de negociar ações a qualquer tempo (inexistência de depósito prévio de ações preliminar aos encontros de acionistas). Em alguns países existe a estipulação legal que os acionistas depositem suas ações na companhia ou através de um intermediário dias antes do encontro de acionistas. Essas ações não podem ser vendidas em um determinado período anterior ou posterior do encontro ⁶¹.

A terceira medida de avaliação consiste do voto proporcional à participação na propriedade. Esta relação permite que os interesses dos acionistas minoritários sejam protegidos contra ações oportunistas dos administradores da companhia. Ademais, possibilita uma representatividade dos minoritários nos órgãos da sociedade, como por exemplo, a representatividade no conselho de administração ⁶².

A proteção aos acionistas dissidentes (recompra de ações ou possibilidade de questionamentos da política corporativa) representa a quarta variável de avaliação usada pelos autores. Alguns sistemas legais possibilitam que os minoritários tenham proteção contra atitudes opressivas dos administradores, como por exemplo, o mecanismo de desafiar a decisão dos administradores no judiciário ou o direito de forçar a companhia a comprar as ações dos minoritários que desacordam com as decisões dos diretores das companhias em

⁶⁰ Idem, ibidem p. 1127.

⁶¹ Idem, ibidem p. 1127.

⁶² Idem, ibidem, p. 1128.

situação como as de fusão ⁶³.

A quinta variável é o direito de preferência na aquisição de novas ações como forma de equilíbrio no momento de aumento de capital e no direito de representação política da minoria mesmo quando suas participações forem pequenas. A última variável trata da possibilidade de convocação do encontro de acionistas, ainda que com uma participação não expressiva no capital social. Os autores analisam o percentual de participação acionária necessários para convocar o encontro de acionistas. Quanto maior for o percentual necessário, mais difícil será para um minoritário convocar o encontro para defender os seus interesses ⁶⁴.

O rol de direitos e garantias elencados pelos autores do *Law and Finance*, expostos acima, possibilitam a proteção do investidor contra possível expropriação dos seus direitos. Os sistemas jurídicos que não possuem a adequada proteção aos investidores, os administradores podem agir de forma oportunística e elevar os custos de agência. Portanto, a proteção do interesse dos acionistas é uma função que o direito assume para resguardar os direitos dos financiadores. ⁶⁵

A pesquisa do *Law and Finance* aponta que as regras jurídicas variam entre os países em decorrência das diferenças entre as famílias jurídicas. Os resultados demonstram que os países do *common law* proporcionam maior nível de proteção aos acionistas e credores. Do outro lado, os países do *civil law* francês possuem os piores índices de proteção.

Em síntese, a tese do *Law and Finance* defende a importância do direito para o desenvolvimento dos mercados financeiros. Ademais, os resultados defendem que as famílias jurídicas são importantes para o entendimento das diferenças entre a qualidade da proteção dos investidores em diversos países ⁶⁶.

No entanto, a metodologia do *Law and Finance* possui limitação. Embora admita-se que as ferramentas jurídicas tenham de fato importância para as atividades de captação de recursos, os autores do *Law and Finance* não consideram que os países podem apresentar soluções

⁶³ Idem, ibidem, p. 1127.

⁶⁴ Idem, ibidem, p. 1127-1129.

⁶⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit, p. 43.

⁶⁶ Idem, 1139.

jurídicas alternativas diversas daquelas apresentadas no *Law and Finance* que alcancem o mesmo objetivo de proteção do investidor de forma adequada. A próxima seção apresenta outra abordagem para as relações entre direito e financiamento, sensível à existência de alternativas institucionais relacionada a organização econômica e arranjos institucionais.

1.3. A relevância das alternativas institucionais

A abordagem aferida no argumento do *Law and Finance* possui uma limitação. La Porta *et. al.* fixam um rol de direitos e garantias aptas a proporcionar a adequada proteção aos investidores. No entanto, rejeitam a possibilidade de ferramentas jurídicas alternativas que alcancem o mesmo resultado preterido pelos autores ⁶⁷.

Por exemplo, os autores expressamente atribuem pouca importância à obrigação da partilha dos dividendos por imposição legal como um mecanismo de proteção dos acionistas em países da linhagem do *civil law* francês⁶⁸. No entanto, esta possibilidade alternativa de garantia dos direitos do investidor é considerada nos estudos de La Porta *et. al.* como uma solução de segunda mão (*second best*), interpretada como um paliativo às deficiências do sistema jurídico de origem francesa ⁶⁹.

Diante dessa controvérsia, Schapiro afirma que é pertinente apostar que existem soluções institucionais diversas daquelas estipuladas no artigo *Law and Finance* e que atingem o mesmo objetivo de proteger o investidor⁷⁰.

Uma alternativa institucional à leitura do *Law and Finance* consiste no estudo das variedades de capitalismos para investigar as diferenças entre os modelos de organização econômicas

⁶⁷ Schapiro, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia op cit.

⁶⁸ LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, p. 1127-1129.

⁶⁹ Idem, Ibidem p. 1132.

⁷⁰ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit.

adotados pelos países⁷¹. Hall e Soskice utilizam a distinção entre economias de mercado liberais e economias de mercado coordenadas no intuito de analisar a organização e o funcionamento dos arranjos institucionais nas nações desenvolvidas⁷². Cada economia de mercado vincula-se a uma organização social e econômica, em cuja base residem diferenças na organização dos sistemas jurídicos que disciplinam as relações entre investidores e empreendedores⁷³.

As economias liberais têm o mercado como coordenador e mediador das condutas e dos relacionamentos dos agentes privados. As regras de mercado possuem a relevância de pautar as decisões e as estratégias dos atores econômicos, cuja a conduta é direcionada a partir de dados de mercado. Além disso, o financiamento das empresas obtém-se através do mercado de capitais e o financiamento bancário, quando existe, depende da avaliação do desempenho das firmas, medido pelos seus balanços e lucratividade. As relações contratuais, em uma economia liberal, pautam-se em um ambiente jurídico-institucional que estrutura as relações em base individualista e descontínua. Os Estados Unidos da América é o país que melhor caracteriza este modelo institucional⁷⁴.

Por sua vez, as economias coordenadas caracterizam-se pela existência de mecanismos de coordenação pautados na colaboração e no relacionamento permanente entre os agentes⁷⁵. Os nexos entre as firmas e os bancos permitem estratégias de investimento de longo prazo, com base na reputação das firmas, mais do que na expectativa de ganhos imediatos. A estrutura de comando nas empresas e a relação inter-firmas envolvem a presença de organismos colegiados e de relações mais estreitas com os acionistas, fornecedores e clientes. Neste modelo de organização econômica, em vez do mercado de capitais, os elementos chave são os bancos e os investidores institucionais. O caso paradigmático é a Alemanha, mas o modelo conheceria variantes significativas, representadas por países como a Suécia e o Japão⁷⁶.

Pistor argumenta que para cada um desses arranjos institucionais, economia liberal e economia coordenada, existe um modelo de regulação jurídica que revela preferências sociais,

⁷¹ HALL, Peter, SOSKICE, David: *Varieties of capitalism ó the institucional foundations of comparative advantage*, New York, Oxford Press, 2001.

⁷² Idem, Ibidem.

⁷³ Idem, Ibidem.

⁷⁴ Idem, Ibidem.

⁷⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes: *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia*, op cit. p. 50

⁷⁶ Idem, Ibidem.

as quais refletem nas regras e nas instituições jurídicas. A autora denomina esse modelo de regulação como normas jurídicas fundamentais (*legal ground rules*)⁷⁷.

Segundo a autora, essas normas fundamentais caracterizam-se como instrumentos substantivos e procedimentais que regulam o relacionamento entre os atores econômicos⁷⁸. Por um lado, as economias liberais de mercado possuem um arcabouço normativo que fomenta as iniciativas particulares e a proteção dos indivíduos. Já as economias coordenadas sustentam-se com regras e direitos propícios às ações coletivas⁷⁹.

A convergência entre o sistema jurídico e o tipo de arranjo institucional é facilmente verificada nos campos do direito contratual e do direito societário⁸⁰.

As economias liberais têm como característica a liberdade contratual e a autonomia das partes⁸¹. Nesse arranjo institucional, o direito privado serve para preservar a liberdade de negociação entre os agentes. Schapiro menciona que o contrato típico de uma economia liberal é um contrato descontínuo, que é menos comprometido com regras de solidariedade e mecanismos distributivos entre os contratantes.⁸² O sistema jurídico permite que acordos impessoais e distanciados existam a partir do momento que as partes não estabeleçam entre si qualquer outra relação que não a comercial. Segundo Casper o direito contratual corresponde a este tipo de alternativa permitindo que os agentes estipulem termos sem qualquer necessidade de um ente regulador externo⁸³.

Por sua vez, nas economias coordenadas, o direito contratual preocupa-se em promover a justiça e o equilíbrio nas trocas contratuais. O ambiente externo às relações de mercado possui importância para a regulação contratual e não valem apenas as cláusulas escritas e acordadas no contrato⁸⁴.

⁷⁷ PISTOR, Katharina: Legal ground rules in coordinated and liberal economies. working paper n. 30/2005, Columbia Law School, 2005, p. 5.

⁷⁸ Idem, Ibidem, p. 8.

⁷⁹ Idem, Ibidem, p. 5.

⁸⁰ Idem, Ibidem. p. 14-27.

⁸¹ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit. 51

⁸² Idem, Ibidem, p. 51

⁸³ CASPER, Steven: The legal framework for corporate governance: the influence of contract law on corporate strategies in Germany and United States.

⁸⁴ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit. p. 52

Nesse padrão contratual, a moral pública age como um limitador da liberdade contratual. A existência de regras diretivas e princípios sociais servem para restringir a autonomia privada nas relações entre os particulares em países com economias coordenadas. Ou seja, as leis e regulamentos suprimem a autonomia contratual e atuam como instrumentos de controle dos interesses privados⁸⁵.

O direito societário também difere como escopo nos dois modelos de capitalismo. As economias liberais possuem uma regulação societária direcionada à proteção dos investidores individualizados nos moldes do rol de direitos e garantias expressos no artigo *Law and Finance*. As economias coordenadas, por sua vez, as regras societárias tendem a favorecer uma convergência coletiva de interesses entre agentes envolvidos com as atividades sociais, como os credores, acionistas e trabalhadores⁸⁶.

A legislação norte-americana, país exemplo de economia liberal, concentra-se em regras de padrão mínimo (*default*) que servem como ponto de partida para o desenvolvimento de diversas arquiteturas possíveis de organização dos interesses sociais. Os estatutos e contratos sociais são os instrumentos legais que respondem pela distribuição de direitos e deveres dos acionistas e administradores. Já nas economias coordenadas, as leis e regulamentos respondem pela organização societária dispondo sobre alocação de direitos e garantias. A legislação orienta as ações dos agentes econômicos, diferentemente, do modelo liberal que pauta-se mais nas regras de governança e nos termos estipulados nos contratos societários⁸⁷.

Outra diferença entre os direitos societários nas economias liberais e coordenadas consiste na percepção do universo de atores que compõe a vida da sociedade. Pistor entende que o modelo institucional liberal vincula a proteção do acionista, deixando de fora os demais *stakeholders*. Enquanto em um modelo coordenado preocupa-se em englobar todos os envolvidos no processo de financiamento e produtivo⁸⁸.

Desta forma, a intenção de Pistor é explicar as afinidades entre os tipos de capitalismo com os modelos de regulação jurídicas em diferentes países. Ao mesmo tempo, a autora dá uma

⁸⁵ PISTOR, Katharina: Legal ground rules in coordinated and liberal economies. working paper n. 30/2005, Columbia Law School, 2005.

⁸⁶ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit. p. 53

⁸⁷ Idem, Ibidem. p. 53.

⁸⁸ Idem, Ibidem. p. 53.

alternativa de análise para o entendimento do papel do direito no desenvolvimento. Pistor tira o foco das famílias jurídicas, *common law* e *civil law*, e concentra-se nos modelos de organização econômica, liberal ou coordenada, para entender como o sistema jurídico varia entre diferentes países. A partir dessa nova perspectiva, observa-se que os países encontram soluções alternativas para proteger os interesses dos investidores.

Schapiro afirma que:

õ(...) não parece plausível supor que possa existir um conjunto único de ferramentas adequadas para a proteção dos investidores. A noção de alternativas institucionais indica que, ao lado das instituições, a história também importa. Os sistemas de governança corporativa refletem trajetórias nacionais diferenciadas, que nada mais são a não ser o resultado da construção de soluções locais, para o problema do financiamento.⁸⁹õ

Em síntese, o financiamento empresarial não ocorre em uma lacuna institucional. As medidas regulatórias e governança corporativa coordenam o relacionamento entre investidor e empreendedor servindo para compor os interesses entre os contratantes. Ademais essas ferramentas jurídicas protegem os investidores de ações oportunistas dos empreendedores ou administradores. Como também, resguardam os empreendedores ou administradores de condutas indevidas dos investidores. Portanto, o ambiente jurídico-institucional, através das ferramentas societárias e contratuais, serve para organizar a atividade de financiamento empresarial.

Na próxima seção, apresenta-se como o arcabouço contratual brasileiro protege os fundos de PE/VC. Expõe-se como em cada fase do investimento os fundos possuem ferramentas jurídicas aptas para compor seus interesses com os interesses dos empreendedores.

1.4. O financiamento via fundo de *private equity*

Esta seção visa contextualizar o papel do direito no financiamento via participação acionária realizada por fundos de PE/VC no Brasil. Os fundos de PE/VC injetam muito mais do que

⁸⁹ SCHAPIRO, Mario Gomes: Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia, op cit. 58.

somente recursos financeiros⁹⁰. Esta modalidade de financiamento via participação acionária caracteriza-se com o ingresso de um sócio com visão de crescimento estratégico voltada para a maximização de valor aos acionistas⁹¹.

No Brasil, segundo dados do final de 2008, a indústria de fundos de PE/VC tem U\$ 27 bilhões (vinte e sete bilhões de dólares) de capital comprometido. Esse montante está alocado em 417 empresas de diversos setores da economia. Entre os anos de 2004 a 2008, 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC ingressaram na BM&FBovespa⁹².

Os fundos de PE/VC investem, usualmente, por meio de participação acionária buscando empreendimentos com riscos administráveis e com retornos atrativos. No decorrer do ciclo de investimento, a intenção do fundo é de que a empresa obtenha uma performance financeira que permita obter ganhos de capital com a venda da participação acionária no futuro⁹³.

Ademais, os fundos promovem um choque de gestão nas companhias. Citam-se os seguintes exemplos: 1) elevação do monitoramento dos diretores; 2) corte de custos; 3) alteração do CEO ou CFO; 4) inserção de representante do fundo de PE/VC no conselho de administração; e 5) determinação de metas agressivas de crescimento operacional⁹⁴.

Essas estratégias podem tornar o relacionamento entre fundo de PE/VC e administrador uma disputa de interesses, gerando, conseqüentemente, problemas de agência. Nesta perspectiva, os contratos nas operações de investimento de fundos de PE/VC servem como ferramenta jurídica na composição de interesses entre fundo, empresa e demais acionistas, visando minimizar possíveis custos de agência que venham surgir no decorrer do relacionamento⁹⁵.

⁹⁰ GORMAN, Michael; SALHMAN, W.A. *What do venture capitalist do?*, Boston, MA: Harvard Business Review, 1989

⁹¹ O capítulo 2, desta dissertação, apresenta maiores detalhes de como o ciclo de investimento de um fundo de PE/VC acontece e as estratégias usualmente utilizadas com o objetivo de maximização de valor.

⁹² Maiores informações sócio-econômicas da indústria de PE/VC no Brasil, ver a seção 3.2. desta dissertação. Ver também: GVcepe: *Panorama da Indústria brasileira de PE/VC*, 2008.

⁹³ GORMAN, Michael; SALHMAN, W.A. *What do venture capitalist do?*, Boston, MA: Harvard Business Review, 1989

⁹⁴ Idem, Ibidem.

⁹⁵ KLAUSNER, Michael D. e LITVAK, Kate: *What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting. Bridging the entrepreneurial financing gap: linking governance with regulatory policy*, Michael Whincop, ed., Ashgate, 2001.

Desde o primeiro contato do fundo com a empresa, até a saída do investimento existem modalidades contratuais para reger as condutas dos agentes. A tabela abaixo elaborada por Santos⁹⁶ ilustra as fases do ciclo de investimento e as devidas modalidades contratuais utilizadas.

Tabela 2
Fases do Investimento versus Modalidades contratuais

Pré-due dilligence	Due Dilligence	Investimento
Acordo de Confidencialidade	<i>Non Binding Documents:</i> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Term-sheet</i> (memorando de entendimentos) • Estrutura de investimento 	Documentos definitivos: <ul style="list-style-type: none"> • Acordo de Investimento • Acordo de acionistas • Estatuto social • Contrato de compra e venda de ações.

Fonte: SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008.

O primeiro contato entre o fundo e a empresa caracteriza-se por uma fase conhecida como *ôpre-due diligence* na qual celebra-se um acordo de confidencialidade entre as partes. Nessa fase o fundo tem, somente, a intenção de analisar o plano de negócios e de identificar se a empresa em questão tem a atratividade para um investimento na modalidade de PE/VC. A avaliação do valor da empresa, as condições de gestão do negócio e potenciais contingências são itens analisados nessa fase.

Em seguida ocorre a fase do *ôdue-diligence*. Esta fase tem como objetivo realizar auditorias jurídicas (cível, trabalhista, tributária e marcas e patentes, por exemplo), financeiras e contábeis. Os auditores mensuram o tamanho do passivo jurídico, financeiro e contábil com o objetivo de disponibilizar informações quanto ao risco que a empresa pode gerar ao investimento do fundo de PE/VC. A mensuração dos riscos reflete na proposta financeira que

⁹⁶ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008.

o fundo realizará para investir na empresa, afinal quanto maior o passivo financeiro, jurídico e contábil, mais o fundo depreciará o valor do investimento.

Segundo Santos, os resultados das duas fases expostas acima permitem ao fundo de PE/VC analisar o valor atual da empresa, as diferentes alternativas de aporte de capital (*equity/debt*), qual múltiplo financeiro a ser utilizado, a estrutura societária, e, ainda, as condições gerais de governança corporativa⁹⁷. Tais resultados compõem os chamados *non binding documents*. Esta definição acontece porque o compartilhamento das informações pela empresa e a assinatura dos *non binding documents*, até o momento, não constituem acordo ou compromisso de qualquer das partes na concretização do investimento. Contudo os *non binding documents* têm como objetivo apresentar uma primeira tentativa de disciplinar os termos e as condições para concretização da sociedade⁹⁸.

A vinculação das partes inicia-se na fase da assinatura do *Term-sheet* ou memorando de intenções. Este instrumento legal tem como característica ser um documento curto (3 a 10 páginas) que apresenta as principais regras e condições para o investimento do fundo de PE/VC ser realizado. Ademais o instrumento possui os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação, tendo em mente que pequenas alterações ao texto poderão ser implementadas durante o processo do investimento⁹⁹.

O *term-sheet* serve para as partes detalharem de forma simples os direitos e obrigações dos signatários tendo em vista a preparação para a celebração do acordo de investimento. O memorando de intenções não têm a pretensão de criar um vínculo absoluto de obrigações jurídicas entre as partes, com exceção de determinadas cláusulas ó como por exemplo as relacionadas à confidencialidade, exclusividade, aconselhamento, despesas e condições a serem realizadas pela empresa antes do recebimento dos recursos do fundo¹⁰⁰.

A partir do parecer positivo das auditorias realizadas na fase do *due diligence* e a celebração

⁹⁷ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008.

⁹⁸ LAVCA Latin America Venture Capital Association. Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity. Brasil, 2008.

⁹⁹ Idem, Ibidem.

¹⁰⁰ Idem, Ibidem.

do *term-sheet*, o próximo passo é a celebração do acordo de investimentos e do acordo de acionistas.

Segundo Santos o acordo de investimento permite a discriminação do valor financeiro a ser aportado pelo fundo de PE/VC na empresa e como acontecerá o fluxo de aportes. Ademais o acordo estipula aspectos de governança corporativa a serem implementados na empresa e quais direitos especiais os fundos de PE/VC terão. A saída do investimento via IPO também é uma constante na amostra analisada pelo autor. Desta forma o acordo de investimento é utilizado como o contrato apto a regular a forma como os recursos dos fundos de PE/VC ingressarão na empresa e qual a segurança o fundo terá para proteção do investimento.¹⁰¹

Por fim, a evolução do acordo de investimento consiste na celebração do acordo de acionistas. Este instrumento é regulado pela lei societária 6.404/76 em seu artigo 118. Segundo este artigo os acordos de acionistas devem tratar sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle¹⁰².

Diferentemente do acordo de investimento o acordo de acionistas serve para disciplinar o relacionamento entre acionistas ou grupos de acionistas sobre questões referentes a governança corporativa da empresa. Nesse momento discute-se como a governança corporativa é estruturada para gerar a influência necessária na empresa para atingir o objetivo de maximização de valor aos acionistas.

Em suma, as modalidades contratuais, expostas nos parágrafos anteriores, servem para a composição de interesses entre os fundos, empreendedores, administradores e companhia. Observa-se que a intenção é disciplinar desde a entrada do fundo de PE/VC até o momento de sua saída. Tal precaução serve para minimizar os riscos inerentes ao relacionamento, bem como, proteger o investimento de atitudes oportunistas do agente.

¹⁰¹ Santos compila a estrutura dos acordos de investimento em sua pesquisa. O Anexo 3, desta dissertação apresenta a tabela do trabalho de Santos. Maiores informações ver em: SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. op. cit. 2008.

¹⁰² Santos compila os dados encontrados na análise dos acordos de acionistas. O anexo 3, tabela 2, apresenta a tabela utilizada pelo autor.

Esta dissertação analisa as consequências de um desses instrumentos jurídicos, acordo de acionistas, na constituição do controle acionário das companhias com investimentos de PE/VC que realizaram a IPO entre os anos de 2004 a 2008 na BM&FBovespa. Estuda-se como o acordo de acionistas serve para a proteção dos interesses do fundo de PE/VC. Ademais, verifica-se que este instrumento jurídico serve como substituto à participação acionária nas companhias que realizaram a IPO no Brasil.

CAPÍTULO 2

O CICLO DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Neste capítulo encontra-se a revisão de literatura concernente à definição em torno da expressão *Private Equity*, a qual incorpora modalidades diversas de veículos de investimento¹⁰³ com a mesma característica de compra e venda de participação acionária. A principal diferença, no entanto, encontra-se no estágio de maturação pelo qual a empresa que recebe os investimentos encontra-se no momento da entrada desse tipo de sócio investidor.

Em seguida, apresentam-se as fases do ciclo de investimento de *Private Equity*, desde a constituição da estrutura legal até as modalidades de saída do investimento com a venda de participação acionária. A intenção é mostrar de que forma os fundos de PE/VC agregam valor às empresas sendo capazes de proporcionar-lhes um crescimento operacional e maior rentabilidade financeira.

O objetivo deste capítulo consiste em descrever como a indústria de fundos de PE/VC funciona, especialmente como ela agrega valor às empresas que recebem os investimentos.

2.1. Definição do termo *private equity*

O fundo de *private equity* é uma união de recursos financeiros de investidores qualificados administrado por uma organização gestora de investimentos. Segundo Salhman, as organizações de PE/VC captam recursos de indivíduos e instituições para investimento em participação acionária em empresas com alto potencial de crescimento e ao mesmo tempo alto

¹⁰³ *Seed capital, start-up, venture capital expansion, private equity later stage, buyout*, para citar alguns exemplos.

risco.¹⁰⁴ O termo *private equity* guarda em si diferentes espécies de veículos de investimentos expostos na Tabela 1, abaixo¹⁰⁵.

Tabela 3
Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas
investidas quando do primeiro aporte de PE/VC

Venture Capital	Capital Semente (seed capital)	Investimento em empresas de pequeno porte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.
	Estruturação (start-up)	Aporte de capital em empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios.
	Expansão (expansion)	Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing.
Private Equity	Estágio avançado (later stage)	Investimento em empresa que já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.
	Financiamento de aquisições (acquisition finance)	Aporte de capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas.
	Tomada de controle pelos executivos (management buyout)	Aporte de capital para financiar uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa.
	Estágio pré-emissão (bridge finance)	Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas.
	Recuperação empresarial (turnaround)	Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira quando existe possibilidade de recuperação
	Mezanino	Investimentos em companhias em estágios avançados de desenvolvimento por meio de dívidas subordinadas.
	PIPES (Private Investment in Public Equity)	Aporte em ações pouca líquidas de empresas listadas em bolsa de valores.

Fonte: GIOELLI, Sabrina: Os gestores de *private equity* e *venture capital* influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa. 2008.

¹⁰⁴ SALHMAN, W.A. *The structure and governance of venture capital organizations*, p. 474.

¹⁰⁵ GIOELLI, Sabrina: *Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa*. p. 14.

A literatura¹⁰⁶ ressalta a importante diferença entre fundos de *private equity* e fundos *venture capital*. A diferença consiste no estágio operacional no qual a empresa que recebe os investimentos se encontra.¹⁰⁷ Gompers e Lerner caracterizam os investimentos de *venture capital* por trabalharem com empresas em início de operação e precisam de um aporte de capital para os primeiros passos operacionais.¹⁰⁸ Os diferenciais dessas empresas estão na detenção de um produto ou serviço com alto potencial de inovação e diferenciação, capaz de quebrar padrões de consumo e comportamento no mercado. Os *Venture Capitalists* foram responsáveis pelos primeiros aportes de capital em empresas como Microsoft, Apple e Google na região do Vale do Silício, Estados Unidos.¹⁰⁹

Os investimentos de *Private Equity*, por sua vez, investem em empresas já atuantes no mercado que, no entanto, precisam de um aporte financeiro para a consolidação em um nicho de mercado ou abertura de capital em bolsas de valores.¹¹⁰

No Brasil os fundos de PE/VC foram responsáveis pelo crescimento de empresas como Submarino,¹¹¹ Anhanguera Educacional,¹¹² Totvs,¹¹³ Gol,¹¹⁴ Tam¹¹⁵ e Gafisa,¹¹⁶ todas são empresas de capital aberto. Dentre as empresas de capital fechado que receberam

¹⁰⁶ As diferenças entre *private equity* e *venture capital* residem no estágio de desenvolvimento operacional da empresa. Para maiores informações veja: KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Leveraged Buyout and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, 22 (4), 2008.

¹⁰⁷ GORMAN, Michael; SALHMAN, Willian. *What do venture capitalist do?* Journal of Business Venturing, v.4, n.4, p. 231-248, 1989, p. 235.

¹⁰⁸ GOMPERS, Paul; LERNER Josh. *The venture capital cycle*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2ed. 2006, p. 159.

¹⁰⁹ DAVIDOFF, Steven M: *Gods at war ó shotgun takeovers, government by deal, and the private equity implosion*, Wiley , Ney Jersey, 2009.

¹¹⁰ GOMPERS, Paul; LERNER Josh. *The venture capital cycle*, p.98

¹¹¹ *Os capitães da Internet*. Disponível em:

<www.terra.com.br/istoedinheiro/480/e-commerce/os_capitães_da_internet.htm>.

¹¹² *Pátria já detém mais de 50% das ações do Anhanguera Educacional*. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/financas/patria-ja-detem-mais-50-acoes-anhanguera-educacional-448467.html>>.

¹¹³ Ler a história da Totvs em seu sítio eletrônico de RI: <<http://www.totvs.com/sobre-a-totvs/nossa-historia>>.

¹¹⁴ *A vanguarda da vanguarda do capitalismo*. Revista Época Negócios. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDG78948-8385-7,00-A+VANGUARDA+DA+VANGUARDA+DO+CAPITALISMO.html>>.

¹¹⁵ RIBEIRO, Leonardo Lima. O modelo brasileiro de *private equity* e *venture capital*, p. 45

¹¹⁶ Informação veiculada pelo RI da Gafisa. Disponível em:

<www.mzweb.com.br/gafisa/web/arquivos/GAFISA_PR_20070621_port.pdf>.

investimento encontram-se: Casas do Pão de Queijo,¹¹⁷ Viena Restaurantes,¹¹⁸ CVC,¹¹⁹ Azul Linhas Aéreas¹²⁰ e IBMEC Educacional.¹²¹

Os fundos de PE/VC compram participação acionária por meio de ações ou outros valores mobiliários que garantam uma efetiva participação do fundo na definição da estratégia da empresa.¹²² Por essa característica eles são considerados verdadeiros fundos ativistas em prol da maximização do valor da firma, pois somente assim conseguirão num futuro auferir ganhos de capital. Esse caráter ativo dos PE/VC é o que os diferencia de outros investimentos disponíveis no mercado.¹²³

A administração de um fundo de PE/VC é feita por uma organização gestora, a qual, segundo Gilligan e Wright, tem como função: 1) captar recursos de investidores qualificados; 2) encontrar boas oportunidades de negócio com baixa avaliação financeira que não reflitam o seu valor de mercado, com alto potencial de crescimento e geração de valor (as gestoras investem em mais de uma empresa por fundo na quase totalidade dos casos); 3) gerenciar ativamente os investimentos e se envolver com a gestão das empresas pertencentes ao portfólio; e 4) realizar o ganho de capital no momento da saída do investimento ao vender a participação acionária detida pelo fundo.¹²⁴

¹¹⁷ Ver: *Pátria vende Casa do Pão de Queijo por R\$ 70 milhões*. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?online/alimentos/43/5981204/patria-vende-casa-do-pao-de-queijo-por-r-70-milhoes>>; e em <http://www.patriainvestimentos.com.br/>>.

¹¹⁸ Ver: *Fome de negócios*. Informe publicado no Portal Exame on line. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0917/financas/m0158163.html>>.

¹¹⁹ Ver: *Carlyle já comprou a CVC*. Portal Revista Exame. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/negocios/carlyle-ja-comprou-cvc-518139.html>>.

¹²⁰ *Texas Pacific Group compra 10% da Azul Linhas Aéreas*. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?online/transportes/63/6063954/fundo-compra-10%-da-azul-linhas-aereas>>.

¹²¹ Ver: *Capital Group investe no IBMEC Educacional*. Jornal Valor Econômico, 19 fev. 2010.

¹²² GOMPERS, Paul; LERNER Josh. *The venture capital cycle*.p. 376.

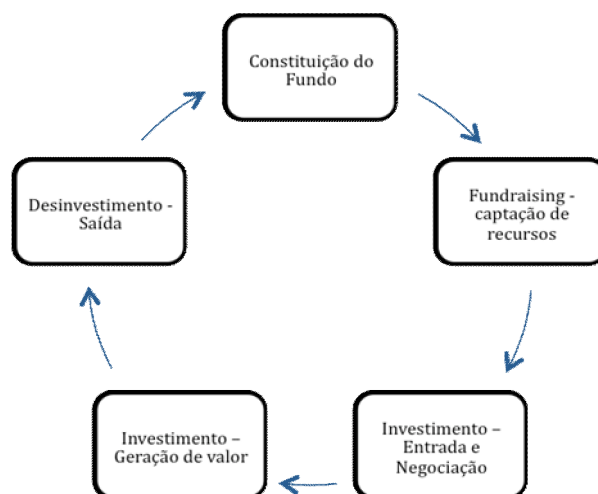
¹²³ Para uma comparação entre fundos de PE/VC e fundos de *hedge* veja: STÖPEL, Thorsten. A comparison of hedge funds and private equity funds convergence and competition in the alternative asset sector (June 09, 2008). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1502723>>; ACHLEITNER, Ann-Kristin; BETZER, André; GIDER, Jasmin. Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Funds and Private Equity Activities? (November 21, 2009). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1292896>>; e MIETZNER, Mark; SCHWEIZER, Denis. Hedge Funds vs. Private Equity Funds as Shareholder Activists ó Differences in Value Creation (November 2007). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1015714>>.

¹²⁴ GILLIAN, Jonh; WRIGHT, Mike: *Private Equity demystified: an explanatory guide*. Disponível em: <<http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf>>. Acesso em: 2 mar. 2008.

2.2. Ciclo de investimento

A ilustração 1, abaixo, apresenta o ciclo de investimento de um fundo de PE/VC. A primeira etapa consiste em escolher a estrutura legal para a constituição do fundo. No Brasil, a estrutura legal mais utilizada é a de Fundo de Investimento em Participações (FIP).¹²⁵ Já nos Estados Unidos utiliza-se a estrutura de Limited Partnership.¹²⁶ A segunda etapa caracteriza-se no processo de captação de recursos com investidores qualificados, como fundos de pensões, seguradoras ou pessoas físicas com grandes somas de recursos. A terceira e quarta etapas consistem no processo de desenvolvimento empresarial e a última etapa trata da saída do fundo com a venda de participação acionária.

Ilustração 1:
Ciclo de Investimento de *Private Equity* e *Venture Capital*



Fonte: GOMPERS, Paul; LERNER Josh. *The venture capital cycle*.p. 11.

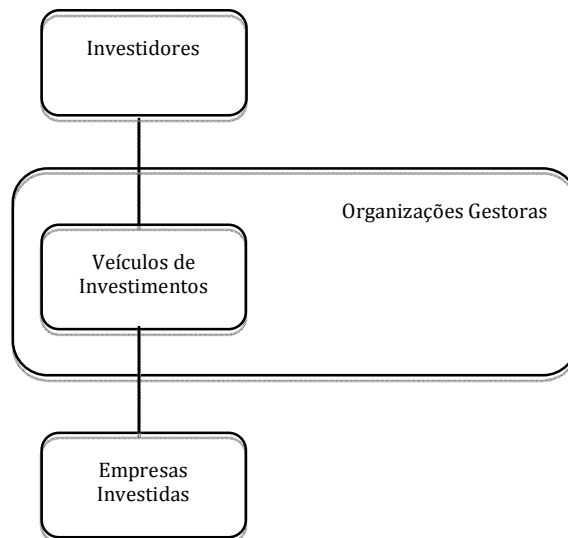
¹²⁵ Centro de Estudos Private Equity e Venture Capital da EAESP (GVcepe): *Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital ó Relatório de Pesquisa*. p. 22.

¹²⁶ SALHMAN, Willian. *The structure and governance of venture capital organizations*, p. 487.

2.2.1 Constituição do fundo

O ciclo de investimento de um fundo de PE/VC inicia-se, para os fundos constituídos no Brasil, na constituição e registro do fundo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) realizado pela organização gestora. A gestora, regulada pela Instrução 306/1999 da CVM, consiste numa firma que administra profissionalmente recursos ou valores mobiliários, entregues ao administrador do fundo, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor. A ilustração 2 expõe a concepção do relacionamento gestora-fundo-empresa investida.

Ilustração 2:
Relacionamento Gestora-Fundo-Empresa Investida



Fonte: GOMPERS, Paul.; LERNER Josh. *The venture capital cycle*.p. 11.

No registro do fundo deve constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", no caso de FIP, ou "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes", em caso de FMIEE, não se admitindo que à denominação do fundo sejam acrescidos nomes ou

expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público-alvo¹²⁷.

Além das estruturas jurídicas editadas pela CVM, existem organizações com natureza de sociedades estrangeiras que atuam como *Private Equity* ou *Venture Capital*. As estruturas mais utilizadas são as *Limited Liability Companies* (LLC)¹²⁸ e *Limited Partnership* (LP).

Uma *limited partnership* constitui-se de dois elementos: o gestor (*general partner*) e os investidores (*limited partner*). Os investidores fornecem recursos necessários à formação do fundo e tais recursos são protegidos pela cláusula de responsabilidade limitada. Para que o direito de responsabilidade limitada seja exercido, o investidor deve, como obrigação, manter-se afastado da gestão cotidiana do veículo de investimento, ficando esta missão a cargo do *general partner*, que possui responsabilidade ilimitada do montante que ele aporta¹²⁹. O caráter de sociedades limitadas permite uma proteção maior aos investidores do fundo contra possíveis regressos de ações judiciais de indenização ou falência, por exemplo. O temor reside na possibilidade de uma punição ao fundo de PE/VC regressar aos cotistas do fundo atingindo o patrimônio dos cotistas.

A constituição de um fundo de PE/VC sob a forma de uma LP conta com incentivos tributários. Os ganhos de capital são tributados apenas no final do prazo, mediante o resultado final que o fundo conseguiu obter. Quando recebem os recursos de volta, cada investidor paga a alíquota à qual está sujeito. Desta forma, os investidores isentos de impostos de renda, tais como fundos de pensão, são beneficiados¹³⁰.

¹²⁷ Art. 2º, §6º, da Instrução 391/2003 da CVM

¹²⁸ Maiores informações sobre a estrutura de LLC no direito norte-americano ver: CONAWAY, Ann E. A Business Review of the Delaware Series: Good Business for the Informed (2008). *Widener Law School Legal Studies Research Paper*, n. 08-19. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1097645>>; KLEINBERGER, Professor Daniel S.; BISHOP, Carter G. The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act. *Business Lawyer*, v. 62, p. 515, 2007; William Mitchell Legal Studies Research Paper n. 60; Suffolk University Law School Research Paper n. 07-13. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=947604>>; e BISHOP, Carter G. The Uniform Limited Liability Company Act: Summary & Analysis. *Business Lawyer*, v. 51, 1995. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=930417>>.

¹²⁹ SALHMAN, W. A. *The structure and governance of venture capital organizations*, p. 490.

¹³⁰ Idem, *Ibidem*, p. 490.

2.2.2. Captação de recursos

Estando o fundo devidamente registrado, a organização gestora inicia o período de captação de recursos (*fundraising*).

Gompers e Lerner analisam as determinantes para o processo de captação de recursos tendo o mercado norte-americano como cenário de estudo. Primeiramente, os autores observam que a performance dos fundos e a sua reputação ocasionam incentivos positivos para os investidores aportarem capital. A reputação do fundo está ligada à idade da organização gestora e à quantidade de capital sob gestão. Os investidores averiguam a performance quando as empresas que receberam investimentos de fundos de PE/VC abrem o capital na bolsa de valores. Nesse momento os investidores podem acompanhar por meio da análise de múltiplos de mercado ou do volume de capital captado com a IPO, por exemplo, a performance do fundo desde o momento que entrou na empresa, até a sua saída da bolsa de valores.¹³¹

As políticas institucionais afetam o processo de captação de recursos. Na década de 70, os fundos de pensão norte-americanos temiam em investir em fundos de *venture capital*, porque esta modalidade de investimento era considerada um investimento de alto risco e estaria fora da regra do homem prudente (*prudent man rule*). A regra do homem prudente estabelece que o gestor invista com prudência, discrição, inteligência, respeito à segurança e à liquidez dos recursos sob administração¹³². No entanto, esta definição é muito ampla. Em 1978 o Departamento de Estado Norte-Americano do Trabalho, por meio da *Employment Retirement Income Security Act* (Erisa) esclareceu o entendimento sobre a expressão “homem prudente”. Segundo Gompers e Lerner, o departamento informou que “a diversificação do portfólio dos fundos de pensão é uma atitude de um homem prudente em seus investimentos”¹³³. Os autores informam que a partir da publicação da Erisa verificou-se um crescente aumento na captação de recurso pelos fundos de *venture capital* norte-americanos.¹³⁴

¹³¹ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *What drives venture capital fundraising?*, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=57935>. Acesso em: 17 fev.2009. p. 9.

¹³² *A prudent man rule and Erisa*. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/4478020>>. Acesso em: 12 fev. 2010.

¹³³ Ibid, idem. p. 9.

¹³⁴ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *What drives venture capital fundraising?*, p. 9.

No Brasil, o art. 5.º da Instrução 391/2003 da CVM estipula que somente investidores qualificados poderão investir em fundos de investimento em participação, nos termos da Instrução CVM nº 409/1994 relativa aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).¹³⁵

Simultaneamente, emite-se o regulamento do fundo. Este instrumento serve como um meio de informar aos possíveis investidores detalhes operacionais e regras de funcionamento do fundo de PE/VC.¹³⁶

Com informações referentes a junho de 2008, o GVcepe informa que os investimentos dos fundos de pensão correspondem a 27% do capital comprometido no Brasil. Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros superam os investimentos dos fundos de pensão estrangeiros. Desses 27%, 24% originam de fundos de pensão brasileiros e 3% de fundos de pensão estrangeiros. Os demais provedores de recursos para fundos de PE/VC, no Brasil, seguem os seguintes percentuais: 13% de organizações gestoras, 6% de *family offices*, 4% de gestores como pessoas físicas, 5% de fundos de fundos, 4% do governo, 8% de *trust* e *endowments*, 8% de fundos de investimento, 7% de bancos, 4% de empresas privadas e 14% de outros. Segundo o GVcepe, 57% dos investidores em fundos de PE/VC são estrangeiros no Brasil¹³⁷.

¹³⁵ Art. 5.º da Instrução 391/2003.

¹³⁶ Art. 6.º da Instrução 391/2003.

¹³⁷ Centro de Estudos Private Equity e Venture Capital da EAESP (GVcepe): *Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital ó Relatório de Pesquisa*. p. 24.

2.2.3 Investimento

O relacionamento entre investidor e empreendedor é acompanhado por uma constante possibilidade de aumento de custos de agência.¹³⁸ Os clássicos da literatura sobre essa teoria seguem Lazear, que focam na remuneração relacionada à performance como uma forma de superar o conflito de interesse entre principal e agente quando a conduta do agente não é passível de mensuração.¹³⁹

Em contraste, a teoria dos contratos incompletos postula que, quando as ações dos agentes são observáveis, mas não mensuráveis, os conflitos de interesses podem ser superados pela alocação de direitos de controle em favor do principal.¹⁴⁰

Kaplan e Stromberg argumentam como forma de mitigar esse custo de agência que primeiro o fundo de PE/VC tende a coletar informações por meio do plano de negócios da empresa e da realização de uma extensa *due diligence*¹⁴¹ antes de decidir se irá investir. Segundo, deve monitorar, munido das informações coletadas, o desempenho da empresa em face do tamanho do mercado e do desempenho dos concorrentes. Por fim, redige contratos financeiros que incentivem o empreendedor a buscar constantemente uma alta performance e, ao mesmo tempo, uma maximização do valor da empresa, sendo, por exemplo, o fator alta performance e alta remuneração como variáveis diretamente relacionadas.¹⁴²

Uma série de publicações¹⁴³ trata da missão dos fundos de PE/VC de auxiliar e monitorar as empresas de seus portfólios. Gorman e Salhman apresentam informações da indústria norte-

¹³⁸ JENSEN, Michael. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, 76(2): 1986. p. 125

¹³⁹ LAZEAR, Edward P. *Incentive Contracts*. NBER Working Paper n. W1917, 1986. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=228050>, acessado em maio de 2008.

¹⁴⁰ AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*. Review of Economic Studies, v. 59, 1992.

¹⁴¹ *Due Diligence* é uma auditoria completa da oportunidade de investimento, cujo objetivo é verificar a consistência do plano de negócios, dos balanços e demonstrativos financeiros. Também envolve o levantamento de todos os passivos tributários, trabalhistas, ambientais, como as contingências contratuais. Por meio desse processo, o gestor de PE/VC diminui o risco de que as informações fornecidas não reflitam a realidade da empresa em que pretende investir.

¹⁴² KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies, v. 70, 2002.p. 33

¹⁴³ Ver ERNST & YOUNG. *How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe*. Global Report, 2007; e CHEFFINS, Brian R.; ARMOUR, John. *The Eclipse of Private*

americana quanto ao relacionamento entre investidor e empresas do portfólio, bem como qual o papel do investidor de risco na proposta de criar valor às empresas. Os pesquisadores analisam 40% dos investimentos dos fundos de PE/VC nos Estados Unidos, equivalentes a US\$ 5,6 bilhões à época. Os resultados da pesquisa mostram que os fundos adicionam muito mais do que apenas recursos financeiros. Segundo os autores, os fundos promovem: 1) uma cultura de investimento e controle do fluxo de caixa; 2) analisam e auxiliam na formulação da estratégia empresarial no intuito de consolidação do mercado; e 3) completam o time de gestão se envolvendo na figura de conselheiro de administração ou como *Chief Financial Officer* (CFO).¹⁴⁴

Tais atitudes requerem que o fundo permaneça em contato frequente com as empresas que receberam investimentos, o que promove o relacionamento constante desse tipo de investidor. Uma das formas desse ativismo se dá por meio do monitoramento da performance da empresa, especialmente do seu fluxo de caixa e margem EBITDA.¹⁴⁵

Na mesma linha argumentativa e com dados mais atualizados, Lerner comenta que os investidores de risco afetam a composição do conselho de administração e a definição do *Chief Executive Officer* (CEO) e *Chief Financial Officer* (CFO).¹⁴⁶

Os fundos de PE/VC contratam profissionais especializados para os conselhos de administração e cargos executivos. Com essa estratégia, os fundos investem na *senioridade* de gestão e *expertise* em estratégias corporativas que agreguem à consolidação do modelo de negócios apto para a geração de valor. Corte de custos e despesas irrelevantes, melhorias na produção e processos administrativos, mudanças estratégicas quanto a novos mercados, e oportunidades de fusões e aquisições para consolidação do mercado, são exemplos de ações tomadas pelos gestores e conselheiros como forma de choque de gestão.¹⁴⁷

Equity ECGI - Law Working Paper n. 082, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982114>> para detalhes quanto ao processo de monitoramento.

¹⁴⁴ GORMAN, Michael; SALHMAN, Willian: *What do venture capitalist do?*. p. 23

¹⁴⁵ Idem, ibidem. p28.

¹⁴⁶ LERNER, J. Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms. *The Journal of Finance*, v. 50, n.1, 1995.

¹⁴⁷ Ver ACHARYA, Viral; KEHOE, Conor. *Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity*. Disponível em? <http://www.ecgi.org/competitions/rof/Les/Acharya_Kehoe_v5.pdf>. Acesso em: jul. 2009; GADIESH, Orit; HUGH, MacArthur. *Lessons From Private Equity Any Company Can Use*. Harvard Business School Press, Boston, 2008.

Kaplan e Strömberg investigam 58 investimentos em 42 empresas gerenciadas por dez *boutiques* de investimento no mercado norte-americano, buscando mapear quais aspectos os fundos avaliam para escolher em quais empresas investir. Também analisam de que forma os fundos de PE/VC se comportam estrategicamente para promover o choque de gestão.¹⁴⁸

Os resultados colhidos por Kaplan e Strömberg demonstram que: 1) os fundos consideram a atratividade e oportunidade de negócio, tamanho do mercado, estratégia empresarial, tecnologia, adaptação do cliente e competição. Em 30 de 42 investimentos pesquisados os fundos buscam mercados grandes e em expansão. Em 33% desses investimentos o foco é no produto, tecnologia, estratégia, modelo de negócio, adaptação dos clientes e por condições favoráveis de competição; 2) os fundos consideram o time de gestão. Em 64% dos investimentos foi colhida a informação de que a qualidade da gestão é uma das razões para investimento. Os investidores, segundo Kaplan e Stromberg, possuem um papel relevante em recrutar uma equipe de gestão sênior antes da realização do aporte inicial em 14% dos investimentos analisados. Em 50% os investidores, explicitamente, esperam desempenhar uma participação ativa pós o *deal closing* por meio do conselho de administração e diretoria executiva; 3) os fundos consideram os termos da negociação como fatores determinantes para a decisão do investimento. Neste quesito o investidor avalia a alocação de direitos sobre fluxo de caixa e direitos de controle no relacionamento entre empreendedor e investidor¹⁴⁹.

As ações dos fundos, na pesquisa de Kaplan e Strömberg, visam minimizar os custos de agência e tornar a dinâmica investidor-empendedor uma relação com incentivos de colaboração visando à maximização do investimento.¹⁵⁰

Algumas pesquisas descrevem as engenharias financeiras e de governança corporativa associadas aos fundos de PE/VC como forma de minimizar os custos de agência. São elas: incentivos de remuneração, monitoramento e controle do conselho de administração.¹⁵¹

¹⁴⁸ KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *How do venture capitalists choose and manage their investments? Working Paper*, University of Chicago, Sep. 2000. p. 19

¹⁴⁹ KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *How do venture capitalists choose and manage their investments?* p. 15

¹⁵⁰ Idem, *ibidem*, 19

¹⁵¹ JENSEN, Michael. *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*, 67(5), 1989; e KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Venture Capital as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*. *NBER Working Paper*, n. 8202, 2001.

Primeiro, os fundos de PE/VC têm uma cuidadosa atenção com os incentivos à equipe de gestão das empresas em seus portfólios. Geralmente eles dão aos executivos *stock options*, uma prática que incentiva que os altos executivos (*Chiefs*) invistam na empresa. Esta última hipótese faz com que o executivo busque sempre maximizar o valor da empresa para que seus ativos ganhem liquidez.¹⁵²

Axelson, Strongberg e Weisbach argumentam que a alavancagem financeira proporciona uma disciplina nos gestores, tanto da empresa quanto do fundo de investimento, que devem persuadir o provedor de dívida ó bancos, fundos, governo ó a entrar no negócio como coinvestidor.¹⁵³

A terceira ferramenta de governança se refere à forma com que os investidores de PE/VC controlam o conselho de administração das empresas em seus portfólios. O conselho das empresas com investimentos de fundos de PE/VC são menores quando comparados às empresas que não recebem este tipo de investimento. Ademais, as reuniões ordinárias acontecem de forma mais assídua.¹⁵⁴ Yermack compara os conselhos de administração de companhias com investimento de fundos de PE/VC com companhias sem tais investimentos e chega a conclusão de que conselhos de administração menores são mais eficientes.¹⁵⁵

Acharya e Kehoe reportam que as empresas dos portfólios têm 12 reuniões formais por ano e mais frequentes contatos informais mais frequentes. Os investidores de risco não hesitam em demitir o time de gestão que obtém baixos patamares. Os autores atestam que 1/3 dos CEOs dessas firmas é demitido nos primeiros 100 dias, enquanto 2/3 são demitidos em algum momento num período de quatro anos em decorrência de baixo desempenho.¹⁵⁶

¹⁵² JENSEN, Michael. *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*, 67(5), 1989. p. 132.

¹⁵³ AXELSON, Ulf; STRÖMBERG, Per; WEISBACH, Michael. Why Are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity Funds. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-15; Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-014; *Journal of Finance*, em andamento, 2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=676546>

¹⁵⁴ CORNELLI, Francesca; KARAKAS, Oguzhan. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?, 2008. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/competitions/rof/Les/Do%20LBOs%20have%20more%20effective-20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.org/competitions/rof/Les/Do%20LBOs%20have%20more%20effective-20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf)>.

¹⁵⁵ YERMACK, David. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2): 1996. p. 34.

¹⁵⁶ ACHARYA, Viral; KEHOE, Conor. Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity. Disponível em: <http://www.ecgi.org/competitions/rof/Les/Acharya_Kehoe_v5.pdf>. Acesso em: jul. 2009.

Contudo, a fase de investimento é um momento importante para agregar valor à empresa e torná-la atrativa a outros investidores e ao mercado, visando, sempre, a forma de saída do capital com a venda de participação acionária.

A fase de investimento tem como característica primordial a utilização da *expertise* empresarial dos fundos de PE/VC para adicionar valor às empresas do seu portfólio. Usualmente, esta adição de valor acontece com a inserção de práticas de governança corporativa e planejamento estratégico de longo prazo. Qualquer melhoria nos processos de gestão da empresa visa a maximização de valor para os acionistas e, conseqüentemente, o crescimento de valor da companhia.

2.2.4 Saída do capital com venda de participação acionária

A saída do fundo de PE/VC em virtude do caráter temporal deste investidor é um aspecto relevante do ciclo de investimento. Gompers e Lerner afirmam que para o fechamento do ciclo é necessário a realização do retorno financeiro, momento em que as gestoras de capital de risco vendem a participação acionária que detêm nas empresas em que possuem participação acionária. Esta etapa, segundo os autores, mesmo quando não é lucrativa, chama-se saída do capital ou desinvestimento. A saída é condição para a perenidade da indústria de PE/VC capaz de cobrir o custo de oportunidade dos recursos investidos e dependerá do estágio operacional e do segmento de mercado no qual a empresa que recebeu os recursos se encontra.¹⁵⁷

Salhman argumenta que o PE/VC possui a racionalidade de investimento temporário em um empreendimento que gere alto retorno em um cenário de alto risco, e sua função é efetivar o devido monitoramento para que o capital seja verdadeiramente produtivo e multiplique-se. Diante dessa premissa, o autor sugere que a saída é unicamente uma parte do ciclo do investimento, que, portanto, possui o mesmo peso de qualquer outra das fases do ciclo.¹⁵⁸

¹⁵⁷ GOMPERS, P.; LERNER J. *The venture capital cycle*. p. 347.

¹⁵⁸ SAHLMAN, W.A. *The structure and governance of venture capital organizations*. p. 474-475.

Por sua vez, Gladstone avalia a saída como a forma principal para a existência e a perenidade da indústria de PE/VC. Não importa somente investir e monitorar sem que não haja uma saída que gere retorno do capital investido e que subsidie o levantamento de próximos fundos, a existência das empresas gestoras e o interesse dos investidores qualificados. Portanto, Gladstone afirma a real necessidade de atenção e importância dessa etapa. Sob essa ótica a saída interfere e influencia em cada etapa anterior do ciclo.¹⁵⁹

Analizando o relacionamento do fundo de PE/VC e os seus investidores, Black e Gilson expõem a saída como uma forma de prestação de contas da performance do fundo e de promover o caráter reputacional para futuros e novos aportes de capital dos seus investidores. Segundo os autores: 1) a saída serve como avaliação pelos investidores quanto às habilidades gerenciais do administrador do fundo e se são confiáveis os futuros aportes de capital; 2) os investidores de fundos de PE/VC devem avaliar a taxa de risco-retorno deste investimento com outros investimentos para melhor decidirem em qual modelo de investimento aportar seus recursos; 3) os investidores devem evitar gestores e estratégias que estão fora da realidade de mercado e que não retornam bons ganhos de capital.¹⁶⁰

Macintosh e Cumming salientam a existência de cinco formas diferentes para o desinvestimento ser realizado: 1) venda para um comprador estratégico (*trade sale*), 2) venda para outro fundo de PE/VC (*secondary sale*), 3) venda para os gestores ou empreendedores da empresa (*buyback*), 4) venda da participação no mercado de bolsa de valores (*IPO*), e 5) liquidação do investimento (*write-off*).¹⁶¹

A saída via *trade-sale* é uma oportunidade de negócio existente na venda da totalidade da participação acionária do fundo de PE/VC à outra empresa que possui atividade semelhante. MacIntoch e Cumming sustentam que usualmente a empresa compradora já se relaciona com a empresa-alvo, e a sua aquisição é vista como uma forma de crescimento da fatia de mercado (*market share*) ou uma estratégia de entrada em novos mercados ou uma consolidação de um setor.¹⁶²

¹⁵⁹ GLADSTONE, D. *Venture capital handbook*. p.220.

¹⁶⁰ BLACK, Bernard; GILSON, Ronald. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 47, n. 3, 1998, p.45.

¹⁶¹ MACINTOSH, Jeffrey G. e CUMMING, Douglas J., *Venture Capital Exits in Canada and the United States*. p. 6.

¹⁶² Idem, *ibidem*. p. 8

Por sua vez, a venda secundária (*secondary sale*) é a venda da totalidade da participação para outro fundo de *private equity*. Tal modalidade acontece frequentemente na venda de participação de um fundo de *venture capital* para o fundo de *private equity early-stage*.¹⁶³

A recompra pelo empreendedor ou gestores (*buyback*) ocorre quando os próprios donos ou gestores da empresa retomam a posse das ações sob a titularidade dos fundos (*management buyout*)¹⁶⁴. A liquidação (*write-off*) é a opção em que a empresa é desconstituída e todos os seus ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Nessas situações os fundos de PE/VC analisam a empresa como não economicamente viável e não possuem expectativa de crescimento que cobrisse a oportunidade do capital.¹⁶⁵

Todas as saídas expostas nos parágrafos anteriores ocorrem no mercado de PE/VC internacional. Entretanto, a grande maioria dos trabalhos acadêmicos tenta mensurar financeiramente a participação dos fundos de PE/VC ao realizarem a saída de capital via IPO. As pesquisas apresentam fortes indícios das virtudes de desinvestimento via Bolsa de Valores, especialmente nos quesitos estágio de maturação da companhia, *underpricing* e volume captado na IPO.¹⁶⁶

Segundo Black, um mercado de valores mobiliários robusto capaz de dar bons retornos aos fundos de PE/VC requer um intenso apoio institucional que pode ser difícil para um país desenvolver e manter. Todos os envolvidos no procedimento do mercado (contadores, auditores, *underwriters*, por exemplo) têm um papel central no funcionamento do mercado ao

¹⁶³ Idem, Ibidem, p. 10.

¹⁶⁴ Idem, ibidem. p. 9

¹⁶⁵ Alguns exemplos de trabalhos com a saída via liquidação do investimento veja: YOUSFI, Ouidad. *Leveraged Buy Out: Dynamic Agency Model with Write-Off Option*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1361474>>; e SZCZESNY, Andrea; VALENTINCIC, Aljosa. *Asset Write Offs in Private Firms ó The Case of German SMEs*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1330805>>.

¹⁶⁶ Ver BARRY, C.; MUSCARELLA, C.; PEAVY III, J.; VETSUYPENS, M. *The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public process*. Journal of Financial Economics, Rochester, v. 27, n. 2, 1990; MEGGINSON, W.; WEISS, K. *Venture capital certification in initial public offerings*. Journal of Finance, Cambridge, v. 46, n. 3, 1991; BLACK, B.; GILSON, R. *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*. Journal of Financial Economics, Rochester, v. 47, n. 3, 1998.

emprestar sua *expertise* e reputação para as companhias negociarem seus valores mobiliários, de modo a fortalecer a integridade da informação produzida em prol dos investidores.¹⁶⁷

A forma comumente usada para saída do capital no Brasil de 2005 a 2008 tem sido a oferta pública inicial de ações na Bolsa de Valores de São Paulo.¹⁶⁸ A IPO é uma estratégia de saída que implica um custo mais elevado do que as demais opções e requer que a empresa esteja em um estágio de maturação mais elevado. Contudo, essa modalidade atrai investidores de diferentes perfis, chama a atenção especialmente de investidores institucionais estrangeiros que negociam em bolsa de valores.¹⁶⁹

Segundo Gladstone, a saída via IPO é uma oportunidade de o empreendedor não perder o controle da companhia e, ainda, dissolver a propriedade que antes estava nas mãos do fundo de capital de risco.¹⁷⁰

Na literatura há um debate quanto à existência de efeitos positivos da participação de fundos de VC em IPO de empresas. Barry *et al.* demonstram que nos Estados Unidos as IPOs realizadas por fundos de VCs apresentam desempenho superior à média. Ademais, os autores demonstram que fundos conseguem reduzir o requisito de tamanho mínimo, realizando IPO de empresas mais jovens e menores.¹⁷¹

Gompers aborda o impacto dos fundos de PE/VC na IPO pelo lado da rentabilidade. Nos Estados Unidos, fundos de VC obtêm em média 60% de retorno com as transações feitas por meio de IPOs.¹⁷²

Em questionário realizado por Ribeiro e Almeida com organizações gestoras de PE/VC que levaram suas empresas a público no mercado brasileiro constatou-se a racionalidade por trás da escolha da estratégia de saída via IPO. Os autores reúnem as respostas em quatro

¹⁶⁷ BLACK, Bernard S. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. *UCLA Law Review*, v. 48, p. 781-855, 2001. p. 45

¹⁶⁸ GVcepe: O panorama da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil. 2008. p. 34

¹⁶⁹ GOMPERS, P.; LERNER J. *The venture capital cycle*. p. 483.

¹⁷⁰ GLADSTONE, D. *Venture capital handbook*. p. 134

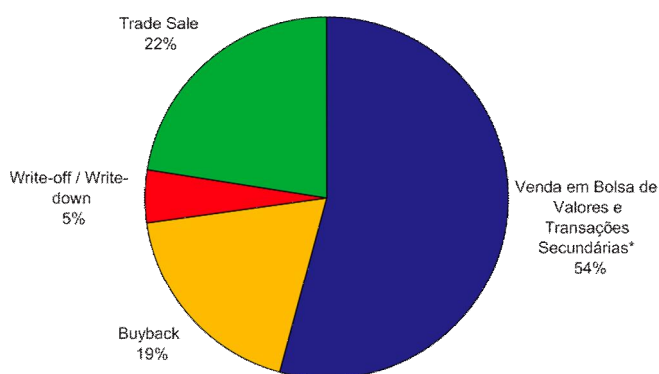
¹⁷¹ BARRY, C.; MUSCARELLA, C.; PEAVY III, J.; VETSUYPENS, M. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public process. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 27, n. 2, 1990.

¹⁷² GOMPERS, P.; LERNER J. *The venture capital cycle*. p. 473.

categorias distintas: 1) Mercado de ações como parâmetro para a atividade de capital de risco ó o mercado de ações serve como um verdadeiro termômetro do apetite dos investidores, do valor das empresas e dos seus mercados; 2) a IPO é o mecanismo que gera maiores retornos ó questão controversa, segundo os autores, uma vez que a maioria dos entrevistados pronunciou que o *trade sale* no Brasil ainda é a opção mais usual; 3) parte do processo evolutivo da empresa; 4) permite a permanência de sócios não financeiros no negócio.¹⁷³

Dados do GVcepe, ao mapear, nos anos de 2005 a 2008, em uma amostra de 111 desinvestimentos, mostram uma dissonância da estratégia de saída em relação ao que ocorre no mercado norte-americano, conforme relatado por Kaplan e Stromberg.¹⁷⁴ O gráfico abaixo apresenta tais dados no mercado nacional, segundo o GVcepe.

Gráfico 1: : Percentual de Negócios Desinvestidos entre jan/2005 e jun/2008



Fonte: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP: Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil, 2008, p. 34.

¹⁷³ RIBEIRO, Leonardo; ALMEIDA, M. *Estratégia de saída em capital de risco*. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), v. 40, n. 1, p. 63.

¹⁷⁴ Os resultados obtidos por Kaplan e Strömberg quanto à saída do investimento no espaço amostral de 1970 a 2008 indicam que no mercado norte-americano a forma mais comum de desinvestimento acontece via venda estratégica para um comprador (*trade sale*), o que ocorre em 38% dos casos; 24% ocorre via venda secundária (*secondary sale*) para um outro fundo de PE; e a saída via IPO vem decrescendo ao longo dos anos e acontece em 14% dos casos apenas. Maiores informações ver: KAPLAN, Steven N. e STRÖMBERG, Per Johan, Leveraged Buyouts and Private Equity. NBER Working Paper No. W14207, 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1190356>

A venda para estratégicos (*trade sale*) representou 22% das transações. Enquanto a IPO, mais de 50% da quantidade de desinvestimento no período. A dissonância existente entre o mercado norte-americano e o brasileiro no tocante a desinvestimento se dá em decorrência da melhoria do cenário macroeconômico e do aumento da liquidez mundial, concomitantemente à redução das taxas de juros. A BM&FBovespa voltou a ganhar destaque como alternativa de investimento de longo prazo¹⁷⁵. Entre janeiro de 2004 a junho de 2008 realizaram-se 110 aberturas de capital, captando R\$ 88,5 bilhões, das quais 38 companhias tinham recebido investimento de fundos de PE/VC anteriores à oferta pública inicial de ações.

Contudo, os fundos de PE/VC são acionistas que investem muito mais que somente recursos financeiros. Em cada fase do investimento apresentado neste capítulo houve a intenção de sinalizar que os PE/VC investem em consultoria empresarial trabalhando dentro do controle da empresa e influenciando as políticas estratégicas da empresa, de forma a ser considerado um verdadeiro fundo ativista.

¹⁷⁵ GVcepe: Panorama da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil. p. 34

CAPÍTULO 3

A REGULAÇÃO PARA INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

Este capítulo tem o objetivo de apresentar a regulação para investimentos de fundos de PE/VC no Brasil. Primeiramente, expõe-se o surgimento da indústria e o tamanho do mercado e, em seguida, as regras que disciplinam a atividade no país.

3.1. O surgimento da Indústria de PE/VC no Brasil

A primeira expansão da indústria de *PE/VC* para fora dos Estados Unidos aconteceu ao final dos anos 70 e início dos anos 80 para países como Malásia, Cingapura, Taiwan, Coreia do Sul e Israel em busca de empreendimentos que envolvessem tecnologia e inovação¹⁷⁶.

No Brasil, as movimentações de capital de risco ocorreram pela primeira vez no início dos anos 80. O Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) criou as subsidiárias Ibrasa, a Embramec, a Fibrase e a Abico com o objetivo de comprar participações minoritárias em empresas privadas nacionais já existentes. Em seguida as três primeiras foram fundidas e deram origem ao BNDES Participações S.A. (BNDESpa), sendo a Abico extinta¹⁷⁷.

Rocca comenta que, em 1981, um grupo de 12 grandes investidores brasileiros e estrangeiros, entre eles Unibanco, IFC, Paribas, Pão de Açúcar, Brasmotor, Villares e outros, criou a Brasil Participações (Brasilpar) com o mesmo intuito de investimento em participações acionárias. Até a sua extinção em 1984 a Brasilpar havia participado de 33 diferentes empresas, sempre minoritariamente. Ainda na década de 1980 foi criada a Companhia Rio-Grandense de Participações (CRP), tendo seus gestores conseguido levantar diversos fundos nas décadas de

¹⁷⁶ AVNIMELECH, Gil, Kenney, Martin, TEUBAL, Morris: *Building Venture Capital Industries: Understanding the U.S. and Israeli Experiences*. Disponível em: <http://escholarship.org/uc/item/9035c3vt>

¹⁷⁷ RIBEIRO, Leonardo: *O modelo de private equity e venture capital brasileiro*. op. cit. p. 26

1980 e 1990¹⁷⁸.

Em uma comparação internacional, enquanto na década de 80 no Brasil houve 3 gestoras de investimento em participações, nos Estados Unidos, segundo Salhman¹⁷⁹, existiam 331 gestoras com mais de 900 investimentos realizados, e um total de US\$ 1,45 bilhões comprometidos¹⁸⁰.

Schapiro comenta a participação do BNDES como *venture capitalist*. O autor afirma que em 1991 o Banco implementou o CONTEC (Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica) com foco de investimento em empresas emergentes e de base tecnológica¹⁸¹. Os gestores do CONTEC influenciavam a governança corporativa das empresas que recebiam seus recursos agindo com uma racionalidade próxima a de um fundo de *venture capital*. Segundo Schapiro, o Banco exercia uma influência dominante com as seguintes determinações: 1) a empresa que recebesse os recursos deveria se transformar em uma sociedade anônima; 2) os demonstrativos contábeis deveriam ser publicados; 3) os investimentos aconteceriam em etapas; 4) o CONTEC detinha direito de veto em algumas decisões estratégicas da sociedade; e 5) assento no conselho de administração da sociedade destinado ao CONTEC¹⁸².

O programa estipulava que o primeiro aporte de capital tivesse o limite do investimento médio de R\$ 2 milhões (dois milhões de reais) e os demais aportes, sendo necessário, poderiam ultrapassar esse valor, até o limite máximo determinado pelo CONTEC na ordem de R\$ 6 milhões (seis milhões de reais)¹⁸³.

Até meados de 1996, o CONTEC investiu R\$ 30 milhões (trinta milhões de reais) em 20 empresas. De acordo com Schapiro, as sociedades com investimentos do CONTEC

¹⁷⁸ ROCCA, Carlos A.. *Mercados de Capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado*. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004. p. 34

¹⁷⁹ SALHMAN, Willian A.: The structure and Governance of venture capital organization. op. cit. p. 56

¹⁸⁰ Por capital comprometido entende-se como o valor máximo que o investidor se compromete a integralizar no Fundo, integralização esta que se dará conforme forem sendo feitas as chamadas de capital pelo administrador, mediante aprovação do Comitê de Investimentos do Fundo.

¹⁸¹ SCHAPIRO, Mario Gomes: *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Econômico) - Faculdade de Direito da USP, p. 220.

¹⁸² Idem, Ibidem, p. 221.

¹⁸³ Idem, Ibidem, p. 221.

empregaram 1.700 pessoas e obtiveram o faturamento na ordem de US\$ 130 milhões (cento e trinta milhões de dólares) ¹⁸⁴.

Com o advento do Plano Real e a estabilização monetária da nação em 1994 houve um *boom* de migração de capital estrangeiro para o país. Segundo Claessens e Rhee os países emergentes passaram por um processo de abertura e de ajustes econômicos que foram necessários para torná-los atrativos para o investidor internacional ¹⁸⁵.

Em resposta à constante entrada de capital e ao vácuo legislativo específico para investimento em participação no Brasil, em 1994, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução 209/94¹⁸⁶ para que os recursos estrangeiros que aportassem no Brasil com a finalidade de investimento em empresas emergentes pudessem ser regulados e monitorados pela Instituição.

A Instrução criou a figura dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes¹⁸⁷ (FMIEE) com vantagens tributárias e econômicas para aportes dentro das especificações deste tipo de fundo. Por submeterem-se ao monitoramento da autarquia os FMIEE estão autorizados a obter recursos do governo e de fundos de pensão, o que gerou uma grande oportunidade de negócio para as organizações gestoras, uma vez que a indústria de previdência particular gerenciava grandiosas quantias de ativos.

Em 1997 iniciou-se o maior plano de privatização de empresas estatais nacionais. As privatizações realizadas nos âmbitos federal e estadual geraram, de 1991 a 1999, o montante acumulado de US\$ 71,2 bilhões obtidos diretamente das receitas de vendas, com significativa participação dos investidores estrangeiros. A privatização ocorreu em setores estratégicos, com destaque para o de telecomunicações, que representaram 37% do total, seguido do setor

¹⁸⁴ Idem, Ibidem, p. 227.

¹⁸⁵ CLAESSENS, Stijn, RHEE, Moon-Whoan: *The Effectiveness of Equity Barriers to Equity Investments in Developing Countries*. Jeffrey A. Frenkel, editor, *The Internationalization of Equity Markets*, The University of Chicago Press. 1994

¹⁸⁶ Alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02 e 477/09.

¹⁸⁷ § 1º do artigo 1º da Instrução 209/1994: Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

de energia elétrica, com 33%, siderúrgico, com 9%, mineração, com 8% e petroquímico, com 4%. Ao final do processo de privatização a participação estrangeira foi de 48% do total¹⁸⁸.

Apesar da existência dos FMIEE o mercado sentia a necessidade de um veículo de investimento que pudesse ser mais flexível quanto à escolha da empresa que receberá o investimento, quanto ao relacionamento do fundo e empreendedor, bem como com a captação de recursos de investidores qualificados e sistemas de governança mais apurados.

Assim em 2003 foi editada a Instrução 391 da CVM que dá vida e regula os Fundos de Investimento em Participações (FIP). A nova regra adequou-se melhor às necessidades do setor, dando maior flexibilidade aos fundos que desejam obter recursos de fundos de pensão, por exemplo, ou até mesmo, de pessoas físicas, para investimentos do tipo *private equity*. Ademais a Instrução 391 foi inovadora ao traçar um elenco de regras de boas práticas de governança corporativa que os fundos deveriam seguir¹⁸⁹.

O ano de 2004 é o marco do mercado de *private equity* no Brasil no momento em que 3 empresas anteriormente semeadas por FIPs fizeram uma oferta pública inicial de ações gerando expressivo retorno para seus investidores. A abertura de capital da Gol Transportes Aéreos (GOL), América Latina Logística (ALL) e Diagnósticos da América (DASA) repuseram os investimentos de *private equity* de volta ao cenário econômico e financeiro do país e comprovaram a viabilidade de se realizar a saída do investimento através de uma oferta pública inicial de ações¹⁹⁰.

Pavani relata que o Governo brasileiro sempre incentivou e influenciou o desenvolvimento do setor de capital de risco através de Instituições como o BNDES, Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE). A participação governamental ocorre pela via de investimento direto em empresas, ou por via de fundos de participação¹⁹¹.

¹⁸⁸ COSTA, Vilson Aparecido da. Privatização e Reestruturação das telecomunicações no Brasil e seus impactos sobre a criação e destruição do Emprego. 2008. 105 f. Dissertação (Mestrado) ó Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008, p. 67

¹⁸⁹ Para maiores detalhes quanto a Instrução 391 da CVM veja a seção 2.3.2. deste estudo.

¹⁹⁰ RIBEIRO, Leonardo de Lima, ALMEIDA, Martinho: Revista de Administração, São Paulo, v.40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005, p. 57

¹⁹¹ PAVANI, C. O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. p. 45

Quanto a esta última forma vale mencionar a importância do Programa Criação de Tecnologia (Criatec). Nascido a partir de iniciativa do BNDES e gerido pela Antera Gestão de Recursos S.A.. O Criatec é um Fundo de Investimentos de capital semente (*seed money*) destinado à aplicação em empresas emergentes inovadoras. Tem como objetivo obter ganho de capital por meio de investimento de longo prazo em empresas em estágio nascente ou inicial com perfil voltada para inovação e com uma boa expectativa de retorno financeiro¹⁹².

Vale mencionar que 2004 também é o marco do final do primeiro ciclo de investimento de PE/VC no Brasil, segundo o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV, GVcepe. Os anos que se seguem mostram um cenário institucional propício para investimento de risco no país ao mesmo tempo em que o mercado vai amadurecendo e mostrando sua atratividade aos investidores nacionais e internacionais¹⁹³.

3.2. O mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil

A Indústria de PE/VC no Brasil é considerada uma das mais promissoras no cenário de países emergentes¹⁹⁴ revelando-se como um mercado atrativo para grandes firmas internacionais¹⁹⁵ do setor para investir em empresas nacionais.

Esta seção evidencia os resultados sócio-econômicos produzidos pelos investimentos dos fundos de PE/VC no Brasil. Os dados da pesquisa *o Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil*, de 2008, do Centro de Estudos de *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas serve como fonte para este objetivo.

¹⁹² Idem, Ibid. p. 76

¹⁹³ Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital: O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital, 2008, p. 23

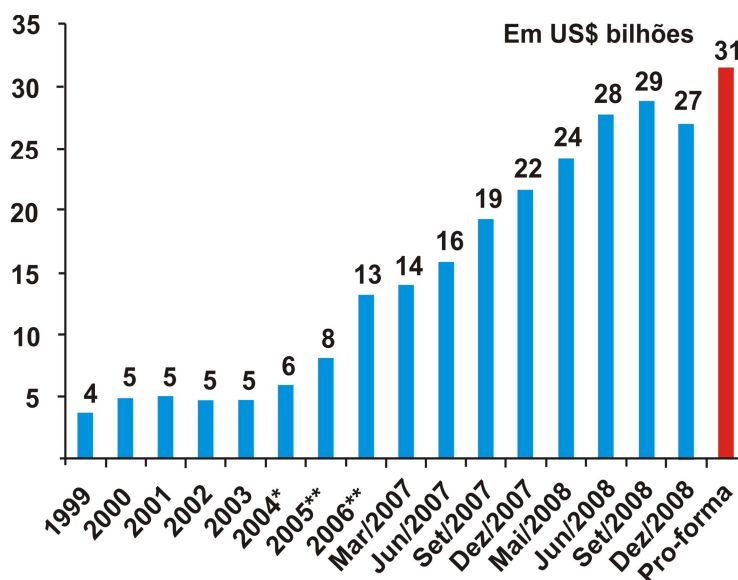
¹⁹⁴ Agência Estado: Emergentes se fortalecem e são destaque no pós-crise e Indústria de PE/VC ensaia retomada Brasil Econômico (03/02/2010)

¹⁹⁵ KKR prepara desembarque no Brasil <http://portalexame.abril.com.br/blogs/direto-do-pregao/2009/10/28/205522/> e Carlyle desembarca no Brasil <http://portalexame.abril.com.br/negocios/m0120666.html>

O Brasil possui um mercado jovem em relação a países mais maduros como o americano ou o europeu. Contudo a juventude brasileira alia-se a um crescimento exponencial da indústria que vem desde 2004, final do primeiro ciclo de investimento, obtendo destaque entre os países emergentes. Nesta seção visa-se expor quantitativamente o mercado de PE/VC no Brasil segundo os dados do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital*, GVcepe, da Fundação Getulio Vargas de dezembro de 2008.

O gráfico 2, elaborado pelo GVcepe, apresenta dados do montante de capital comprometido pelo setor entre os anos de 1999 a 2008. Neste período, visualiza-se que o capital teve um crescimento de 50% a.a. desde 2005 atingindo o montante de US\$ 27 bilhões (vinte e sete bilhões de dólares) em dezembro de 2008 e US\$ 31 bilhões *pro-forma* (trinta e um bilhões de dólares). A cada ano a indústria levantou em média US\$ 7 bilhões (sete bilhões de dólares) e houve um crescimento de 25% a.a. entre dezembro de 2007 a dezembro de 2008, apesar da recessão mundial e fuga de capital de países emergentes que aconteceu naquela época¹⁹⁶.

Gráfico 2
Capital Comprometido na Indústria de PE/VC no Brasil.



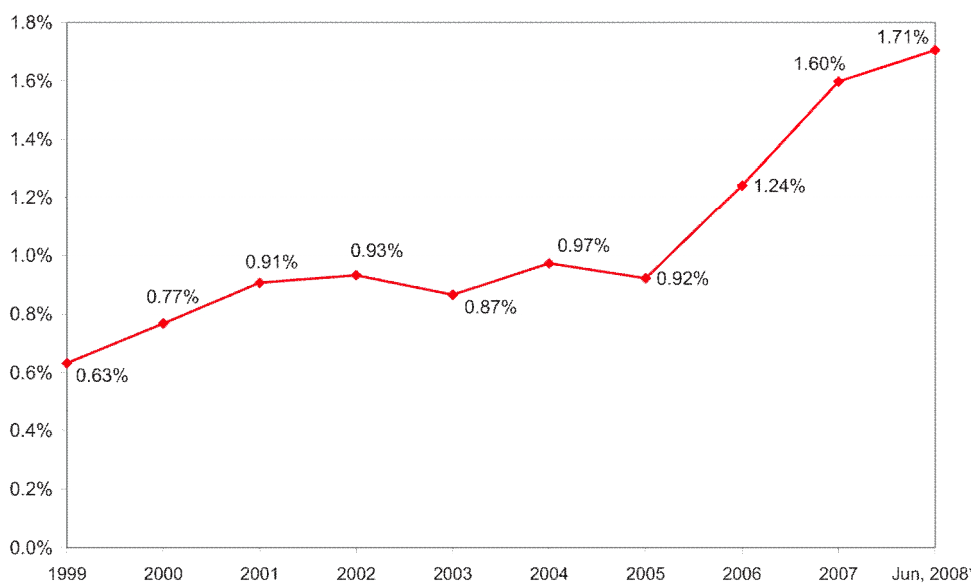
Fonte: GVcepe: : *O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, p.9, 2008

¹⁹⁶ Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital: *O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, 2008, p. 9

Tendo US\$ 27 bilhões (vinte e sete bilhões de dólares) de capital comprometidos, este valor está pulverizado em 172 veículos de investimento, os quais são gerenciados por 132 organizações gestoras ¹⁹⁷. Ao se comparar com o mercado americano, que possui US\$ 400 bilhões (quatrocentos bilhões de dólares) em capital comprometido, e com o mercado europeu, que possui US\$ 120 bilhões (cento e vinte bilhões de dólares), percebe-se o caminho extenso que o Brasil tem a seguir para se igualar a esses mercados mais desenvolvidos ¹⁹⁸.

A evolução no gráfico 3 apresenta a percentagem do capital comprometido em relação ao PIB. Nota-se um crescimento contínuo após o ano de 2005, chegando ao final de 2008 com 1,73% de capital comprometido em relação ao PIB brasileiro. Mesmo com a evolução de um ponto percentual no intervalo 1999-2008, a indústria de PE atingir 1,73% do PIB é um número abaixo da média mundial, que é de 3,7% ¹⁹⁹. Nos Estados Unidos e na Inglaterra a proporção chega a 3,7% e 4,7% respectivamente ²⁰⁰.

Gráfico 3
Percentual do Capital Comprometido em relação ao PIB brasileiro



Fonte: GVcepe: : *O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, p.10, 2008

¹⁹⁷ Idem, Ibidem p. 27

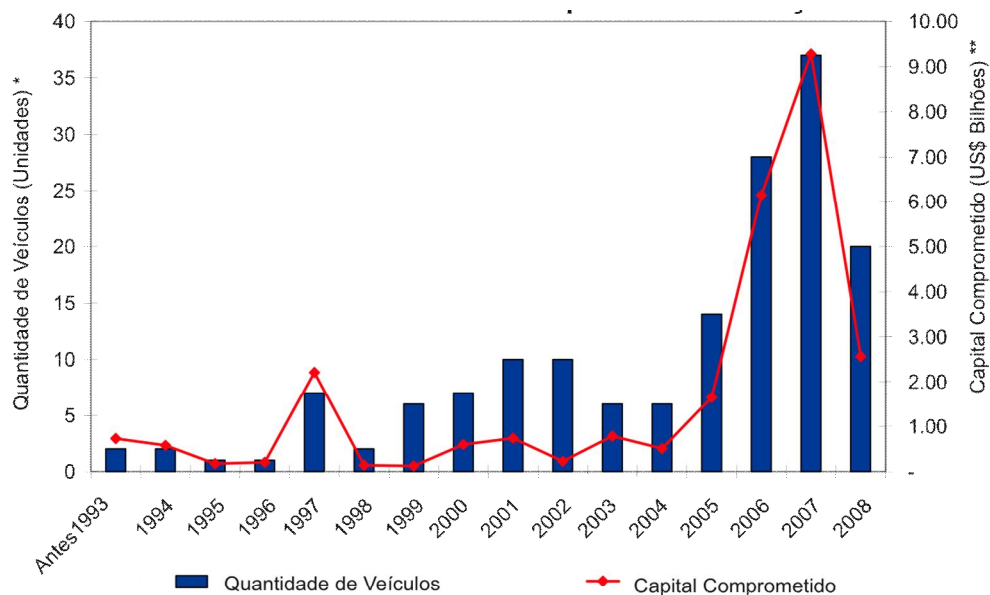
¹⁹⁸ Idem, Ibidem p. 9

¹⁹⁹ Idem, Ibidem. p. 10

²⁰⁰ Idem, Ibidem. p. 10

No gráfico 4 observa-se que existe uma relação íntima entre quantidade de veículos com a montante de capital comprometido. O gráfico 4 apresenta muito bem essa relação ao apresentar que ao longo dos anos quanto mais veículos de investimento são ofertados ao mercado mais capital é comprometido, o que gera indícios de credibilidade do mercado nacional para atrair investidores aos fundos de PE/VC ²⁰¹.

Gráfico 4:
Veículo de Investimento versus capital comprometido



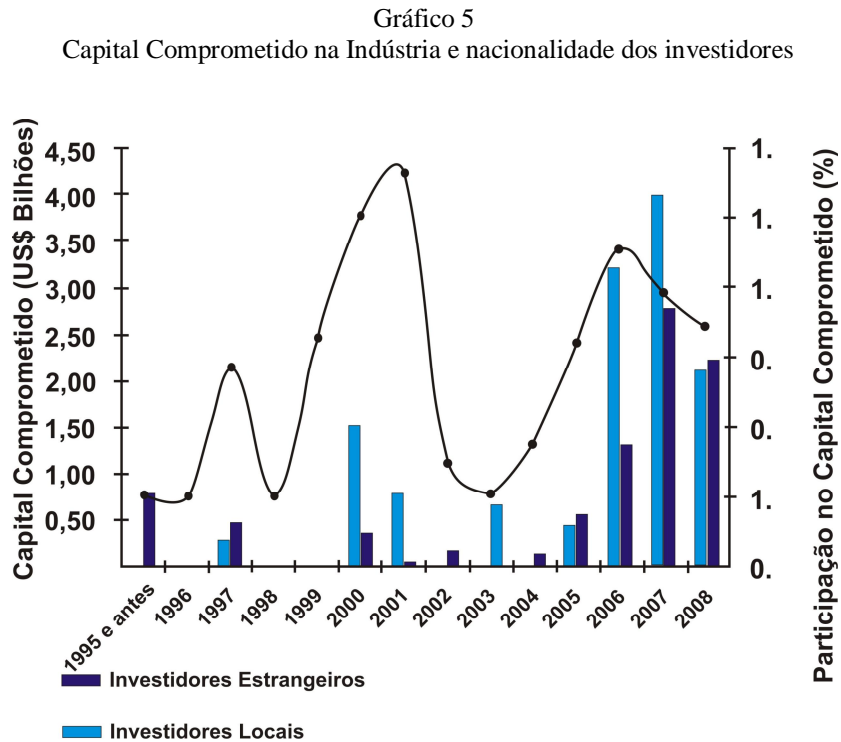
* Considera os veículos que informaram o capital comprometido. Exclui os veículos já desinvestidos e aqueles em processo de captação em 30/06/2008 (amostra: 159 veículos).
 ** Valor do capital comprometido em 30/06/2008 de cada safra de veículos de investimento.

Fonte: GVcepe: : *O panorama da Industria de Private Equity e Venture Capital*, p.11 2008

A nacionalidade dos investidores é exposta no gráfico 5, demonstrando uma evolução na participação de investidores brasileiros e a diminuição da disparidade na quantidade de investidores nacionais e internacional. Até 1995, a participação brasileira era irrelevante, tendo um salto no ano de 2000 em decorrência da liquidez dos empreendimentos envolvendo

²⁰¹ Idem, Ibidem, p. 11

e-commerce. Em 2006, nota-se uma inversão em que a quantidade de investidores locais ultrapassou a quantidade de investidores estrangeiros²⁰².



Fonte: GVcepe: : *O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, p.23, 2008

Com o crescimento da indústria e com os primeiros desinvestimentos houve uma demanda maior para aportes nesses veículos de investimentos. Atualmente 46,7% do capital vêm de investidores nacionais como fundos de pensão, fundos de fundos, bancos de investimento, *trusts* e capital dos próprios gestores²⁰³.

O gráfico 6 expõe a relação entre quantidade de empresas com investimento de fundos de PE/VC no intervalo de 2004 a 2008²⁰⁴. Houve um crescimento de 17% a.a., chegando ao final de 2008 com 497 empresas investidas, 37% das empresas são investidas por fundos de *private*

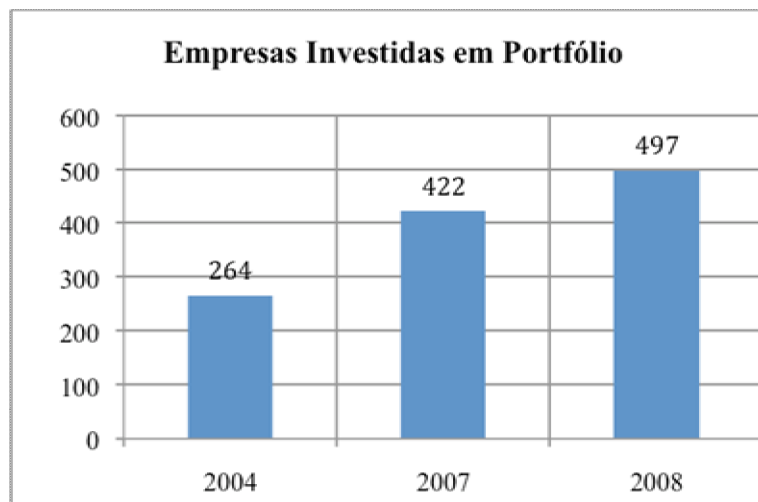
²⁰² Idem, Ibid, p. 16

²⁰³ Idem, Ibidem, p. 24.

²⁰⁴ Idem, Ibidem, p. 22.

equity, 25% por fundos de *venture capital*; em 30% há um coinvestimento entre tipos diversos de fundos, 2% com fundos mezanino²⁰⁵, e 6% são compostos por fundos PIPE²⁰⁶.

Gráfico 6:
Empresas Investidas em Portfólio.



Fonte: GVcepe: : *O panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, p.22, 2008

As 497 empresas semeadas por fundos de PE/VC estão pulverizadas em diferentes ramos da economia brasileira. A tabela 3 expõe os setores que receberam investimentos. Houve um considerável crescimento de 567% no número de empresas investidas nos setores de construção civil e imóveis e 314% no setor de energia. Esses dados sugerem o comprometimento com infraestrutura e moradia, programas financiados pelo Governo Federal como forma de geração de empregos diretos e indiretos. O ramo de educação, também obteve um crescimento marcante de 200% em relação a 2004²⁰⁷.

Em alguns setores houve uma redução de investimento. No setor de telecomunicações houve uma redução de 54% e no setor de varejo de 10%. Tais dados sugerem que a indústria de *private equity* brasileira vem se moldando e investindo em ramos prósperos que possuam mercados em expansão e subsídio governamental. O setor de telecomunicação teve seu boom

²⁰⁵ Fundos mezanino são uma modalidade de private equity que investem em companhias em estágios avançados de desenvolvimento por meio de dívidas (debt).

²⁰⁶ Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital*: Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. 2008 p. 27

²⁰⁷ Idem, Ibid. p. 28

na época das privatizações estando atualmente ilíquido e estagnado. A tabela 4 apresenta a distribuição por setor e quantidades de investimento²⁰⁸.

Tabela 4
Distribuição dos investimentos nos setores da economia.

Setores	2004		2008		Cresc. Acum. 2004 a 2008
	Qtde.	%	Qtde.	%	
Informática e Eletrônica	92	30%	108	22%	17%
Indústrias Diversas *	41	13%	63	13%	54%
Construção Civil/Imóveis	9	3%	60	12%	567%
Comunicação/Mídia	7	2%	32	7%	357%
Energia	7	2%	29	6%	314%
Agronegócios	9	3%	21	4%	133%
Serviços Financeiros	10	3%	20	4%	100%
Biotecnologia	10	3%	19	4%	90%
Varejo	21	7%	19	4%	-10%
Alimentos e Bebidas	12	4%	17	4%	42%
Medicina e Estética	8	3%	15	3%	88%
Telecomunicações	28	9%	13	3%	-54%
Transporte	11	4%	13	3%	18%
Logística/Distribuição	7	2%	12	2%	71%
Educação	3	1%	9	2%	200%
Outros **	31	10%	31	6%	0%
TOTAL	306	100%	481	100%	57%

Fonte: GVcepe: : *O panorama da Industria de Private Equity e Venture Capital*, p.28, 2008

O mercado brasileiro com esses avanços vem se destacando em relação aos países emergentes como porto seguro para recebimento de recursos de capital de risco. A Associação de *Private Equity* em Países Emergentes (EMPEA) e a gestora Coller Capital realizaram um *survey* sobre a indústria em países emergentes, em 2009, obtendo respostas de 156 organizações gestoras internacionais, e constatou que o Brasil é considerado o país com maior atratividade para receber investimentos em um espaço amostral de um a dois anos. Constatou-se que 17% dos entrevistados pretendem aumentar a sua exposição de investimento e 11% planejam iniciar investimentos em solo nacional²⁰⁹.

²⁰⁸ Idem, Ibid. p. 28

²⁰⁹ Emerging Market Private Equity Association (EMPEA): Brazil Private Equity in Perspective: Before & During The Global Financial Crisis. Congresso ABVCAP 2009, 14616 de abril; disponível em: <http://www.empea.net/Main-Menu-Category/EMPEA-Research/LP-Survey/EMPEA-Coller-EMPESurvey-2009.aspx>

A tabela 5 apresenta um *ranking* de países emergentes em relação à atratividade para recebimento de recursos nos próximos 12 meses. A China ocupa a primeira colocação durante dois anos seguidos, enquanto o Brasil ganhou duas posições tornando-se o segundo país mais atrativo nos próximos 12 meses, fazendo a Índia perder uma posição na classificação, segundo a pesquisa da EMPEA e da Coller Capital.

Tabela 5
Ranking Países Emergentes 2009

Atratividade dos Países Emergentes para investimento nos próximos 12 meses			
	Questionário 2009	Questionário de 2008	Mudança de Posição
China	1	1	0
Brasil	2	4	+ 2
Índia	3	2	-1
Europa Central	4	3	-1
América Latina (excluindo o Brasil)	5	7	+ 2
África (excluindo África do Sul)	6	5	-1
África do Sul	7	9	+ 2
Oriente Médio	8	8	0
Rússia	9	6	-3

Fonte: EMPEA / Coller Capital Emerging Markets, Questionário PE/VC 2009.

A Associação Latino-Americana de Venture Capital e Private Equity (LAVCA), por sua vez, montou um *ScoreCard* com os países da América Latina, Caribe e analisou o ambiente jurídico-institucional para recebimento e investimento de fundos de *private equity*. A pesquisa analisou: a) leis quanto à formação e operação de PE/VC; b) tributação dos fundos e dos investimentos; c) proteção e direito dos minoritários; d) restrições para investidores institucionais aportar recursos em PE; e) proteção à propriedade intelectual; f) lei de recuperação judicial; g) desenvolvimento do mercado de capitais e viabilidade de saída; h) governança corporativa; i) força do Poder Judiciário; j) percepção de corrupção; l) qualidade das regras contábeis; e m) empreendedorismo²¹⁰.

²¹⁰ Latin America Venture Capital Association (LAVCA): The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America ó Scorecard 2009. Disponível em: <http://lavca.org/2010/03/03/scorecard/>, acessado em maio de 2009.

O Brasil figura em segundo lugar na região perdendo somente para o Chile por 1 ponto de avaliação. Não houve alteração quanto aos dois primeiros lugares em relação ao *Scorecard* de 2008. A pesquisa também compara a avaliação dos países latino-americanos com países fora do continente que possuem os PE como atividade relevante em suas economias. Portanto, foram analisados, também, o Reino Unido, Espanha e Israel. Como *ranking* final, o Reino Unido mantém a liderança, sendo seguido de Israel em segundo, Espanha em terceiro, Chile em quarto e Brasil na quinta posição²¹¹.

A indústria de PE/VC no Brasil, apesar de jovem, se comparada a mercados como o norte-americano e europeu, é, segundo o *survey* da EMPEA e do *Scorecard* da LAVCA, um mercado atrativo, e, de acordo com os entrevistados, com um arcabouço jurídico apto a aportes de PE/VC. Entretanto, o ano de 2009 evidenciou um freio nos investimentos de capital de risco em decorrência das incertezas dos mercados, consequência da crise financeira internacional de 2008.

3.3. A regulação para investimentos de fundos de PE/VC no Brasil

3.3.1. Instrução CVM nº 209/1994 ó Regulação dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes

A CVM em 1994 promulga a Instrução 209 para criar uma estrutura legal para investimento de fundos de PE/VC²¹². Estes fundos têm natureza jurídica de condomínio fechado e são uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes.²¹³

A CVM define empresas emergentes como a companhia que fatura anualmente um valor menor que R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento

²¹¹ Idem, Ibid, p. 4

²¹² A instrução 209 foi alterado pelas instruções de INSTRUÇÕES CVM N^{os} 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02.

²¹³ Artigo 1º da Instrução 209/1994

do exercício anterior à compra dos valores mobiliários de sua emissão²¹⁴. Este limite será determinado no momento do primeiro investimento, mas não terá aplicação quando o Fundo subscrever ou efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquelas mesmas companhias²¹⁵.

Os parágrafos terceiro e quarta da Instrução 209/1994 trazem limitações ao investimento de FMIEE. A CVM veda que o fundo invista em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de Reais)²¹⁶.

O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários²¹⁷. O prazo de duração será prorrogável, uma única vez, por até mais 5 (cinco) anos, por aprovação de 2/3 da totalidade das quotas emitidas, em assembleia geral especialmente convocada com esta finalidade²¹⁸.

Os FMIEE têm foco de captação exclusivamente com investidores com aporte mínimo de R\$ 20.000 (vinte mil reais)²¹⁹. Alternativamente, o número de investidores deverá se restringir a 35²²⁰; o administrador pode renunciar à administração do fundo com aviso prévio de 60 dias; 5% das cotas são necessárias para convocar a assembleia extraordinária dos cotistas; e o investidor tem direito à ampla informação pertinente ao desempenho do fundo em que está investindo.

A CVM estabelece regras para a composição e diversificação da carteira de investimento dos FMIEE. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) dos recursos sob sua administração em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes²²¹. A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários

²¹⁴ §1º do artigo 1º da Instrução 209/1994

²¹⁵ §2º do artigo da Instrução 209/1994

²¹⁶ §3º do artigo da Instrução 209/1994

²¹⁷ Artigo 2º da Instrução 209/1994

²¹⁸ Parágrafo único do Artigo 2º da Instrução 209/1994

²¹⁹ §3º do artigo 3º da Instrução 209/1994

²²⁰ Inciso II do artigo 22 da Instrução 209/1994.

²²¹ Artigo 26º da Instrução 209/1994.

de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, ser aplicada em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa. O administrador do fundo tem a liberdade de escolher quais são os melhores ativos que atendem às demandas dos seus clientes²²².

A administração do fundo, compete à pessoa física ou jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administrador de um portfólio de valores mobiliários²²³. O administrador tem poder de atuar dentro dos limites dos direitos oriundos dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais²²⁴.

3.3.2. Instrução CVM nº 391/2003 ó Regulação dos Fundos de Investimento em Participação

A CVM, ao promulgar a Instrução 391, em 16 de julho de 2003, criou a estrutura dos Fundos de Investimento em Participação (FIP). O FIP tem a natureza jurídica de um condomínio fechado e consiste na comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários de companhias fechadas ou abertas. Uma evidência importante trazida pela Instrução 391/2003 foi de posicionar o FIP na participação do processo de decisão da empresa investida através da sua participação no conselho de administração, atuando e influenciando as decisões estratégicas da empresa²²⁵. O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM²²⁶. A administração do fundo competirá a pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários²²⁷.

A participação do FIP no processo de decisão da empresa investida pode ocorrer: 1) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; 2) pela celebração de acordo de acionistas; ou, ainda, 3) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de

²²² §1º do artigo 26 da Instrução 209/1994.

²²³ Artigo 6º da Instrução 209/1994.

²²⁴ Artigo 7º da Instrução 209/1994.

²²⁵ Artigo 2º da Instrução 391/2003.

²²⁶ Artigo 3º da Instrução 391/2003

²²⁷ Artigo 9º da Instrução 391/2003

procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão²²⁸.

Caso o FIP queira investir em companhias abertas, deverá definir qual o nível de risco e quais critérios as companhias abertas devem ser analisadas para receberem investimentos do fundo²²⁹.

Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00²³⁰.

É vedada ao fundo a realização de operações com derivativos. A não ser quando tais operações são executadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial mediante operações com opções que tenham como ativo subjacente valor mobiliário que integre a carteira do fundo ou no qual haja direito de conversão²³¹.

A Instrução 391/2003 foi além da Instrução 209/1994 ao incutir mandamentos de boas práticas de governança corporativa. Segundo o parágrafo quarto do artigo 2º da Instrução 391, as companhias fechadas investidas por PE/VC deverão seguir tais práticas de governança: 1) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; 2) estabelecimento de um mandato unificado de 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 à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; 5) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM; e 6) no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores²³².

²²⁸ §2º do artigo 2º da Instrução 391/2003.

²²⁹ §3º do artigo 2º da Instrução 391/2003.

²³⁰ Artigo 5º da Instrução 391/2003

²³¹ Parágrafo único do artigo 6º da Instrução 391/2003.

²³² §4º do artigo 2º da Instrução 391/2003.

Os FIPs ainda se comprometem a: 1) identificar possíveis situações de conflito de interesse²³³; 2) produzir informações detalhadas quanto à política de investimento, riscos e *full disclosure* aos cotistas do fundo²³⁴; 3) estabelecer regras contábeis de avaliação de investimentos e de cotas em padrões internacionais²³⁵; 4) velar pela boa administração dos recursos depositados no fundo, sendo o gestor responsabilizado por prejuízos oriundos de dolo, culpa e violação de leis²³⁶, e é permitida a negociação de cotas dos fundos em bolsa de valores, desde que os investidores compradores sejam investidores qualificados.²³⁷

3.3.3 Resolução do CMN nº 3.970/09 ó Investimentos de Fundos de Pensão

A regulação dos fundos de previdência complementar é feita pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional.

Em setembro de 2009, o CMN edita a resolução 3.790 que altera os limites dos investimentos dos fundos de pensão. Com os novos limites, que entram em vigor em 2010, o montante de recursos que pode ser investido pelos fundos de pensão em aplicações que não sejam de renda fixa foi elevado. O objetivo foi criar condições para uma maior rentabilidade das aplicações desse tipo de fundo.

Os fundos de pensão correspondem a 22% do volume de recursos captado pela indústria de PE/VC em dezembro de 2008.²³⁸ A relevância da constituição do fundo de PE/VC segundo as regras da CVM é a oportunidade de receber recursos dos fundos de pensão, os quais o Banco Central, por meio das Resoluções 2.829, 3.000 e 3.790, visam resguardar. Segundo as resoluções, os fundos de pensão e as entidades seguradoras podem aportar até 10% do seu patrimônio em quotas dos fundos de investimento em participação ou em quotas dos fundos de investimento em empresas emergentes.

²³³ §2º do artigo 10º da Instrução 391/2003.

²³⁴ Inciso III do artigo 6º da Instrução 391/2003.

²³⁵ Inciso VIII do artigo 6º da Instrução 391/2003.

²³⁶ §5º do artigo 9º da Instrução 391/2003.

²³⁷ Artigo 26 da Instrução 391/2003.

²³⁸ Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital: Panorama da Indústria de PE/VC no Brasil, 2008. p. 32.

O investimento dos fundos de pensão em PE/VC já é da ordem de R\$ 7 bilhões no Brasil. Apesar de pequeno perante os mais de R\$ 450 bilhões de ativos das fundações, o volume é significativo considerando-se que os FIPs captaram cerca de R\$ 30 bilhões nos últimos quatro anos²³⁹.

A Petros, por exemplo, fundo de pensão dos funcionários da Petrobras, foi um dos primeiros a realizar aportes em fundos de PE/VC. Entre 2005 e 2006, a Petros aprovou a aplicação de cerca de R\$ 1,5 bilhão em *fundos de PE/VC*. Esta fundação tem 26 FIPs em sua carteira com foco em projetos na área de infraestrutura - transporte, logística, energia e água e saneamento²⁴⁰.

3.3.4. Lei 11.638/2007 ó Convergência das normas contábeis internacionais, IFRS

A convergência dos princípios contábeis aceitos (GAAP) tornou-se prioridade na pauta de diversos países. No Brasil, foram adotadas medidas visando a utilização das Normas Internacionais de Contabilidade (International Financial Reporting Standards ó IFRS)²⁴¹.

Primeiro, a CVM determinou que as companhias listadas na Bolsa utilizassem o IFRS em demonstrações financeiras consolidadas a partir de 2010, permitindo ainda sua adoção antecipada.

A Lei 11.638/2007, sancionada pelo Governo Federal brasileiro no final de 2007, altera a antiga lei das Sociedades por Ações, de 1976, e determina que todas as empresas brasileiras de capital aberto devem apresentar seus demonstrativos financeiros elaborados segundo a norma internacional de contabilidade, a IFRS.

²³⁹ Fundos de Pensão buscam opções de investimento com queda do juros. Jornal Valor Econômico, 02 dez. 2009.

²⁴⁰ Renda Variável melhor os resultados da Petros. Jornal Valor Econômico. 12.fev.2010.

²⁴¹ ERNEST&YOUNG: BR GAAP vs. IFRS, disponível em: http://www.ey.com/BR/pt/Issues/Governance-and-reporting/IFRS/Brazilian_GAAP_vs_IFRS_-_Artigo

O artigo 177 da Lei 11.638/2007 estabelece que as companhias de capital aberto devem elaborar seus documentos contábeis em consonância aos padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários²⁴². Já as companhias fechadas podem optar por observar as normas sobre demonstrações financeiras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários para as companhias abertas²⁴³.

A importância na harmonização de padrões contábeis por uma gama de países permite que grandes investidores institucionais e fundos de PE/VC transitem em mercados de países distintos e analisem as demonstrações financeiras com a mesma perspectiva e o mesmo padrão de análise de desempenho. O investidor examina as demonstrações contábeis de companhias de diferentes países comparando o desempenho com uma mesma base de mensuração, podendo decidir onde melhor seus recursos devem estar investidos. Ou seja, existe uma maior facilidade para analistas e investidores entenderem os resultados das empresas brasileiras e compará-los aos das empresas sediadas em outros países.

O reflexo para os investimentos de PE/VC é notório, pois afeta diretamente o processo de decisão de em qual empresa o fundo irá injetar seus recursos. A convergência contábil permite que os fundos de PE/VC comparem o valor de uma empresa brasileira com o valor de uma empresa estrangeira do mesmo seguimento e decidam onde investir, quanto pagar pela participação acionária dessa empresa e qual múltiplo ele tem que perseguir para realizar o ganho de capital desejado com a venda da sua participação.

3.3.5. Lei 11.312/2006 - Tributação sobre o Ganho de Capital

A lei 11.312/2006 estabelece alíquotas tributárias incidentes no imposto de renda de investidores nacionais e estrangeiros ao investirem em FMIEE e FIP.

Quanto aos investidores nacionais, os ganhos obtidos no resgate de cotas dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIC-FIP) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes

²⁴² §5º do artigo 177 da Lei 11.638/2007.

²⁴³ §6º do artigo 177 da Lei 11.638/2007.

(FMIEE), inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas²⁴⁴.

Já aos investidores estrangeiros, a alíquota do imposto de renda sobre os rendimentos é reduzida a zero nas aplicações em FIPs, FMIEEs e FIC-FIPs quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, individual ou coletivo, que realizar operações financeiras no Brasil ²⁴⁵.

Desta forma, a lei 11.312/2006 incentiva a entrada de capital estrangeiro para investimentos em fundos de PE/VC brasileiros com estruturas legais de FIPs, FMIEEs e FIC-FIP.

²⁴⁴ Artigo 2º da Lei 11.312/2006

²⁴⁵ Artigo 3º da Lei 11.312/2006.

CAPÍTULO 4

O CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Este capítulo expõe a revisão de literatura sobre o controle societário. Inicialmente, apresenta-se que o termo controle tem a noção de dominação quando um acionista ou grupo de acionistas influencia as deliberações da assembleia geral e dos demais órgãos da companhia. Em seguida, analisa-se a qualificação jurídica do controle societário. Observa-se que a doutrina entende que o controle é um direito de dispor dos bens da companhia em prol do seu interesse social.

Na próxima seção expõe-se a tipologia do controle. Comparato entende que existem dois patamares de controle em uma sociedade. O primeiro deles é o interno, que consiste naquele realizado pelo acionista ou grupo de acionistas no interior da própria sociedade. A intensidade e a legitimidade deste controle estão ligadas à participação acionária do sócio. O controle externo, por seu turno, ocorre quando o verdadeiro titular dos poderes decisórios não é um acionista²⁴⁶.

A quarta seção deste capítulo apresenta algumas pesquisas que analisam o controle nas companhias listadas na BM&FBovespa. Uma parte dessas pesquisas evidenciam um controle concentrado nas mãos de um único acionista detendo mais de 50% dos direitos de voto da companhia. No entanto, com dados mais recentes, Gorga argumenta que as companhias brasileiras listadas no segmento Novo Mercado estão migrando de uma estrutura de propriedade mais concentrada para uma estrutura de propriedade mais dispersa no mercado.

Por fim, apresenta-se alguns estudos que tratam do controle societário em companhias com investimentos de fundos de PE/VC.

²⁴⁶ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit. p. 39-40.

4.1 A noção do controle societário

O sentido da palavra controle varia entre países. No francês, a palavra tem o significado de verificação ou de fiscalização. Desta forma, o direito francês estabelece o *contrôle des sociétés anonymes*. Na língua inglesa, a palavra assume a noção de dominação, de governo, e, até mesmo, de regulação.²⁴⁷ Já na língua alemã Comparato informa que ãa noção de controle aproxima-se do sentido básico francês de fiscalização, vistoria, revisão e inspeção.²⁴⁸ No Brasil, a adoção do significado de controle teve influência tanto do francês quanto do inglês, incorporando as noções de verificação, fiscalização, como também incorporou o ato ou poder de dominar, regular, guiar ou restringir.²⁴⁹

Comparato, entretanto, enfatiza que há uma maior influência inglesa na utilização da palavra controle com o sentido de dominação no Brasil.²⁵⁰ A alínea ãbõ do art. 116 da Lei 6.404/1976 é um exemplo da utilização da palavra controle nesse sentido. Segundo este dispositivo legal, o acionista ãcontroladorõ deve usar o seu õpoder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhiaõ²⁵¹. Outro exemplo consiste na Lei 8.884/1994, em seu art. 20, § 2.º, que ãreconhece a existência de posição dominante quando uma empresa ou grupo de empresas controla parcela substancial de mercado relevante como fornecedor, intermediário, adquirente ou financiador de um produto, serviço ou tecnologia a ele relativaõ. Portanto, a noção de controle como dominação é um sentido comumente utilizado na legislação brasileira.

A sociedade anônima é uma sociedade mercantil em que o capital é dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.²⁵² Vivante afirma que a sociedade anônima é uma pessoa jurídica que exerce o comércio com um patrimônio constituído unicamente pelos investimentos dos

²⁴⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 28.

²⁴⁸ Idem, ibidem, p. 29.

²⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, op. cit., p. 71.

²⁵⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 29.

²⁵¹ Art. 116, b, da Lei 6.404/1976.

²⁵² Art. 1º da Lei 6.404/1976.

sócios. O que diferencia uma sociedade anônima das demais sociedades, é que nenhum dos acionistas é obrigado pessoalmente a responder pelas dívidas sociais.²⁵³

Os acionistas investem no intuito de que a sociedade desenvolva o seu interesse social, ou seja, desenvolva a sua atividade econômica,²⁵⁴ por isso os órgãos societários proporcionam o devido funcionamento das atividades sociais em benefício dos acionistas e da própria sociedade.

Requião comenta que o funcionamento de qualquer sociedade requer uma certa organização. Segundo o autor

nas sociedades de pessoas a organização é rudimentar, pois qualquer um dos sócios pode exercer o poder de direção, e os sócios que não o possuem têm assegurado o direito de ampla fiscalização inerente à sua qualidade de sócio. Na sociedade anônima, a administração social é mais complexa, o que requer uma distribuição de poderes. A esses centros de poderes da administração da sociedade anônima dá-se, doutrinariamente, a designação de órgãos sociais. Eles são constituídos em três categorias: o órgão de deliberação, que expressa a vontade da sociedade; o órgão de execução, que realiza a vontade social; e o órgão de fiscalização, que fiscaliza a fiel execução da vontade social²⁵⁵.

A Lei 6.404/1976 estabelece a existência dos seguintes órgãos societários: assembleia geral²⁵⁶, conselho de administração²⁵⁷, diretoria²⁵⁸ e conselho fiscal²⁵⁹. A assembleia geral é o órgão deliberativo da sociedade e tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia²⁶⁰; o conselho de administração e a diretoria são os órgãos administrativos e de gestão; e o conselho fiscal é o órgão sindicante com função de

²⁵³ VIVANTE, Cesare. *Instituições de direito comercial*, 3ed. Campinas, LZN, p. 110.

²⁵⁴ COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de direito civil*, volume 2 (obrigações e responsabilidade civil). 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2006. p. 230.

²⁵⁵ REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v.2, 23.ed., São Paulo: Saraiva, 2003 p. 170.

²⁵⁶ Art. 121 da Lei 6.404/1976.

²⁵⁷ Art. 140 da Lei 6.404/1976.

²⁵⁸ Art. 138 da Lei 6.404/1976.

²⁵⁹ Art. 161 da Lei 6.404/1976.

²⁶⁰ Art. 122. Compete privativamente à assembléia-geral: I ó reformar o estatuto social; II ó eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; III ó tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; IV ó autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1.º do art. 59; V ó suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); VI ó deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VII ó autorizar a emissão de partes beneficiárias; VIII ó deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e IX ó autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

fiscalização das atividades da sociedade.²⁶¹ No entanto, a Lei 6.404/1976 não veda a possibilidade de que por estatuto social a sociedade crie outros órgãos com competências distintas às da assembleia geral, conselho fiscal e diretoria.

Comparato comenta que cada um desses órgãos possui atribuições próprias e uma hierarquia funcional.²⁶² O inciso II do art. 122 da Lei 6.404/1976 estabelece que à assembleia geral compete eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia. Comparato argumenta que a assembleia geral é o poder supremo em uma sociedade anônima,²⁶³ uma vez que ela pode eleger e depor os membros da diretoria e do conselho fiscal, agindo, assim, com um poder dominante sobre os demais órgãos. O autor utiliza do direito romano para ilustrar que a hierarquia de poderes na estrutura legal de uma sociedade anônima institui o poder supremo à assembleia geral de acionistas, e, por sua vez, reserva um poder limitado, especializado e subordinado aos demais órgãos, legais ou estatutários.²⁶⁴

Desta forma, o controle em uma sociedade anônima relaciona-se com a noção de dominação dos seus órgãos societários, em especial, o controle manifesta-se por meio dos poderes decisórios da assembleia de acionistas como necessária legitimação para o seu exercício. A noção de controle, portanto, relaciona-se com o poder de dominação de um acionista nos órgãos societários, em especial, da assembleia geral de acionistas.

²⁶¹ Art. 163. Compete ao conselho fiscal: I ó fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II ó opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembléia-geral; III ó opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão IV ó denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V ó convocar a assembléia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembléias as matérias que considerarem necessárias; VI ó analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; VII ó examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII ó exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

²⁶² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 31.

²⁶³ Idem, ibidem, p. 31.

²⁶⁴ Idem, ibidem, p. 32.

4.2 Qualificação jurídica do controle

Comparato cita a obra *La pouvoir de concentration de la société par actions*, de Champaud, a qual defende a tese de que a noção do controle é uma noção concorrente à de propriedade. A noção de controle requer a existência de um patrimônio cujo titular se encontre na impossibilidade de gerir os bens de que é proprietário²⁶⁵. Assim, a separação entre a propriedade e a administração patrimonial é a primeira condição para a consolidação do controle, pois os bens coletivos estão sendo administrados por um grupo de empresários.

A delegação dos poderes de administração patrimonial nas sociedades anônimas é uma segunda condição para a consolidação do controle. Comparato diz que a concentração da administração da sociedade é necessária porque nem todos acionistas têm a *expertise* nem podem administrar ao mesmo tempo. Por fim, uma terceira condição de consolidação consiste na qualificação do controle como um mandato de administração dos bens coletivos²⁶⁶.

O controle, argumenta Comparato, é o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica.²⁶⁷

Doring Cunha Pereira comenta que o controle tem como característica essencial o poder de dispor dos bens ligados à empresa. Tal concepção aproxima-se do elemento fundamental da propriedade, ou seja, aproxima-se do *jus abutendi*²⁶⁸.

Orlando Gomes analisa a natureza jurídica do controle e conclui que

[...] quem controla uma sociedade é, na linguagem proprietarista, seu dono. O que distingue, porém, o controlador do proprietário é que este tem o direito de dispor de bens alheios, pouco importando se os bens sociais são da pessoa

²⁶⁵ Idem, Ibid, p. 121.

²⁶⁶ Idem, Ibid, p. 121.

²⁶⁷ Idem, Ibid, p. 121.

²⁶⁸ PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. Saraiva, São Paulo, 1995, p.

jurídica ou dos acionistas. Em qualquer hipótese, quem cede o controle de uma sociedade anônima não está a vender bens alheios.²⁶⁹

Em síntese, a qualificação jurídica do controle é próxima da qualificação de propriedade e consiste no direito de dispor e administrar a propriedade acionária de outrem capaz de influenciar e dominar as atividades sociais em função de um interesse social.

4.2.1. A definição de controle societário segundo o artigo 116 da Lei 6.404/1976

O controle societário consiste no poder de decidir pelos demais acionistas, gerando efeitos na esfera patrimonial desses. Nesta perspectiva, o controle materializa-se pelo poder permanente e concentrado nas mãos de um ou de determinado grupo de acionistas. Esta seção apresenta os aspectos qualitativos e quantitativos para a caracterização deste controle à luz do artigo 116 da Lei 6.404/1976.

Carvalhosa comenta que o artigo 116 da Lei 6.404/1976 possui um teor qualitativo na definição de controle em detrimento do teor quantitativo²⁷⁰. Segundo o artigo 116, o acionista exerce o controle da sociedade quando: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia²⁷¹.

Qualitativamente, o controlador tem a legitimidade de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade. Lamy Filho e Bulhões Pedreira comentam que o acionista controlador ãexerce, permanentemente, o poder político, porque a titularidade do bloco de controle que lhe assegura a capacidade para determinar as deliberações da Assembleia Geral permite dirigir as atividades sociais na certeza de que suas decisões serão

²⁶⁹ GOMES, Orlando. Em tema de Sociedades Anônimas. *Revistas dos Tribunais* 429/13. p. 34

²⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto: Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v2. Saraiva. São Paulo, 1997.

²⁷¹ Art. 116 da Lei 6.404/1976

formalmente confirmadas pelo órgão social ó transformar-se-ão em lei para a sociedade.²⁷²

Por sua vez, Comparato afirma que o objetivo final de uma sociedade anônima

é a produção de lucros, com a sua repartição entre os sócios; e nisto vai a diferença específica entre sociedade e associação. Ora, ao controlador, mais do que a qualquer dos outros participantes na sociedade, compete o dever de atuar em vista da realização dessa finalidade; não só pelo exercício do voto, mas também fora da assembleia, definindo a política empresarial e promovendo sua aplicação pelo órgão administrativo.²⁷³

O artigo 116 também menciona que o controle deve ocorrer de forma efetiva para direcionar as atividades sociais e não basta somente possuir a participação acionária. Borba elucida que o controle

trata-se de definição eminentemente centrada na realidade material, porquanto apenas considera o controlador quem tem a maioria dos votos nas assembleias e, ao mesmo tempo, usa essa maioria para comandar a sociedade. Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador. (...) Em suma, pode-se concluir que acionista controlador é toda aquela que tem o poder e o exerce efetivamente, imprimindo à sociedade a marca de sua atuação.²⁷⁴

Desta forma, o fundamento do artigo 116 consiste no efetivo poder de dominação exercido pelo acionista controlador em relação aos demais acionistas. Wald comenta que interpretando esse dispositivo legal aferi-se que o controle decorre do exercício de fato de determinados poderes, e não se confunde com a simples noção de predominância quantitativa no capital votante.²⁷⁵

Observa-se que no artigo 116 não há uma menção expressa da necessidade deste acionista ou grupo de acionista possuir a maior proporção de capital votante para ser considerado controlador. Assim, segundo Carvalhosa, o referido artigo incorpora o princípio do controle e afasta indiretamente o princípio do acionista majoritário. Acionista controlador, portanto, não

²⁷² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões: A lei das S/A. 2ed, Rio de Janeiro. Renovar, v2, 1997, p. 235.

²⁷³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto: O poder de controle na sociedade anônima. 4ed. Rio de Janeiro. Forense, 2005. p. 382.

²⁷⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares: Direito Societário. 10ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 356 e 358.

²⁷⁵ WALD, Arnoldo: Da transferência de ações ordinárias detidas pelo Estado de Minas Gerais no capital votante da CEMIG ó inalterabilidade da escritura de controle acionário com a realização da operação e celebração de acordo de acionistas nos moldes propostos. Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas, São Paulo, jan/mar. 1998. p. 283.

é, necessariamente, o acionista que detém a maior proporção de capital social²⁷⁶.

A legitimidade para o exercício do poder de controle não, necessariamente, está relacionada com a proporção do capital investido. A escolha do legislador no princípio de controle em detrimento do princípio majoritário promove a cisão entre a propriedade e o controle, pois ao estabelecer o regime de poder em torno da figura do controlador, a Lei 6.404/1976 possibilita que o exercício do controle decorra de um número diminuto de ações²⁷⁷.

Wald comenta que a lei das sociedades anônimas conceitua o acionista controlador com o objetivo de imputar-lhe responsabilidades e deveres inerentes à figura do controlador e diferentes das responsabilidades e deveres dos demais acionistas²⁷⁸.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.²⁷⁹

Romano Cristiano comenta que a função social é uma função em virtude da qual a empresa não pode mais, como outrora, limitar-se a produzir lucros para seus sócios ou acionistas, devendo passar a preocupar-se, em proporções cada vez maiores, com todos os que tenham qualquer tipo de interesse ligado, direta ou indiretamente, à empresa.²⁸⁰ O autor defende que a abrangência do termo função social é tamanha que o acionista controlador acaba tendo, na prática, apenas o dever de beneficiar todos aqueles ligados à empresa, sejam eles acionistas, empregados, administradores, fornecedores, credores, ou todas as comunidades em que a empresa atua, quer de âmbito local, quer as de âmbito regional e nacional.

O art. 117 da Lei 6.404/1976 estabelece que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Romano Cristiano afirma que, caso se possa comprovar que o acionista controlador descumpriu, de qualquer forma, seu dever

²⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto: Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v2. Saraiva. São Paulo, 1997. p. 422.

²⁷⁷ Idem, Ibidem, p. 432.

²⁷⁸ WALD, Arnoldo: *O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário*. Revista de Direito Mercantil, v.110, 1998, p.7.

²⁷⁹ Parágrafo único do art. 116 da Lei 6.404/1976.

²⁸⁰ CRISTIANO, Romano. *Surgimento, funcionamento e término da sociedade anônima*, São Paulo, Saraiva, 1990. p. 78.

genérico de fazer a companhia cumprir sua função social, mas tal comportamento não for enquadrável nos dispositivos legais que definem os atos praticados com abuso de poder, não poderá surgir nenhum tipo de responsabilidade, mesmo na hipótese de ser facilmente demonstrável e aceitável a ideia de existência do descumprimento do dever. Por outro lado, se determinado comportamento do controlador puder ser facilmente enquadrado nos dispositivos legais que definem o exercício abusivo do poder, porém se não conseguir comprovar satisfatoriamente a existência de danos decorrentes de tal comportamento, não poderá também, neste caso, surgir nenhum tipo de responsabilidade.²⁸¹

Em suma, o artigo 116 da Lei 6.404/1976 estabelece aspectos qualitativos para a materialização do controle societário. O acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto, ou sob controle comum, que exerce esse controle é denominado de controlador e deve ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Ademais, esse controlador deve usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia²⁸².

Nota-se que na redação do artigo em estudo o controle não é definido por aspectos quantitativos. A lei societária preferiu estabelecer parâmetros qualitativos para este feito. No entanto, algumas pesquisas empíricas estipulam quantitativamente um percentual de participação acionária para a definição de controle. Tal iniciativa decorre de um corte metodológico que reflete peculiaridades do mercado e das empresas que cada pesquisa analisa.

No Brasil, as companhias listadas na Bolsa de Valores possuem uma estrutura de propriedade altamente concentrada nas mãos de poucos acionistas²⁸³. O processo de dispersão acionária é algo paulatino e algumas companhias já possuem maior parte das suas ações dispersas no mercado, porém a maior parte das companhias brasileiras permanecem com estruturas mais

²⁸¹ Idem, Ibid. p. 80.

²⁸² Art. 116 da Lei 6.404/1976

²⁸³ VALADARES, Silvia Mourthé, LEAL, Ricardo Pereira Câmara: *Owership and control structure of brazilian companies*, 2000. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=213409>; e OKIMURA, Rodrigo Takashi., SILVEIRA, Alexandre di Miceli, ROCHA, Keyler C. *Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil*. RAC-Eletrônica, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, Jan./Abr. 2007 p. 129.

concentradas²⁸⁴. Diante desses fatos, as pesquisas que analisam essas companhias definem o controle quando um acionista ou grupo de acionistas possui mais de 50% das ações com direito a voto e consegue dominar as votações da assembleia geral e fazer prevalecer os seus interesses²⁸⁵. Ressalta-se que esta dissertação segue a métrica dos estudos brasileiros e define controlador, quantitativamente, como o acionista ou grupo de acionistas que possui mais de 50% das ações com direito a voto.

Já a literatura internacional, opta em utilizar um percentual de participação acionária para definição de controle mais reduzido. Os mercados de capitais norte-americano, por exemplo, possui a característica de ter companhias altamente dispersas no mercado. Um acionista ou grupo de acionistas consegue obter o controle com uma participação pequena do capital social. Desta forma, algumas pesquisas definem, quantitativamente, o controle quando um acionista ou grupo de acionistas detém entre 10% a 20% do capital votante, pois, um acionista ou grupo de acionista possui um controle efetivo da companhia com esta participação²⁸⁶.

Portanto, o artigo 116 da Lei 6.404/1976 apresenta aspectos qualitativos para a definição do controle. O acionista ou grupo de acionistas para ser considerado controlador deve preencher alguns requisitos. Primeiramente, deve ser titular de direitos de votos que lhe assegurem o domínio nas deliberações da assembleia geral de acionistas e consiga eleger a maioria do conselho de administração. Paralelamente, o controlador deve usar seu poder para comandar as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

²⁸⁴ GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. op. cit. 2009.

²⁸⁵ Ver: GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. op. cit. ; e VALADARES, Silvia Mourthé, LEAL, Ricardo Pereira Câmara: *Owership and control structure of brazilian companies*, op. cit.

²⁸⁶ LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei: Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, v54.2 . 471-517, 1999, p. 476; e CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; e LANG, Larry H.P.: *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, *Journal of Financial Economics*. 58, 81- 112. (2000)

4.3 Tipologias do controle

4.3.1. Controle interno

Comparato afirma que a definição do poder de controle na sociedade anônima ã deve ser feita em função da assembleia geral, pois é ela o órgão primário da companhia, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória²⁸⁷. O autor define o controle interno como a capacidade de influenciar nas votações da assembleia geral que um acionista pode ter em virtude da sua propriedade acionária.

Segundo Comparato, em meados dos anos 30, Berle e Means propuseram uma classificação do controle interno²⁸⁸. Berle e Means observaram que os padrões societários das companhias norte-americanas migravam para uma estrutura na qual houvesse a separação da propriedade dos bens de produção do controle das sociedades²⁸⁹. Os autores perceberam que, nessas ocasiões, os investidores assumiram uma postura passiva em relação ao exercício dos seus direitos políticos decorrentes da propriedade acionária e permitiram a separação do investimento de capital em relação ao poder de comando nas corporações²⁹⁰. Ademais, constatou-se uma grande pulverização acionária pelos autores dado que nenhum acionista individual, no grupo de empresas analisado, possuía significativa proporção de propriedade da companhia²⁹¹.

O controle foi considerado um fator determinante para a profissionalização da gestão das grandes corporações norte-americanas e, segundo Berle e Means, poderia ser classificado na seguinte ordem: 1) controle por quase a totalidade de ações; 2) controle majoritário; 3) controle por meio de mecanismos legais sem a propriedade majoritária; 4) controle minoritário; e 5) controle gerencial²⁹².

²⁸⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 53.

²⁸⁸ Idem, Ibidem, p.55.

²⁸⁹ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Ed. Revista, 1967, p.5.

²⁹⁰ Idem, Ibidem, p.47.

²⁹¹ Idem, Ibidem, p.60.

²⁹² Idem, Ibidem, p.67.

A primeira classificação ocorre quando um único acionista concentra a quase totalidade das ações com direito a voto. Comparato menciona que, nesta ocasião, o controle aproxima-se da noção de *õone-man companyö* ou de uma *õwholly owned subsidiaryö*, ou seja, a noção de propriedade e controle encontra-se na figura de uma mesma pessoa ²⁹³.

Já o controle majoritário decorre da detenção de mais da metade das ações votantes nas mãos de um único sócio ou grupo de acionistas. Esta classificação obedece a ótica do princípio majoritário. Comparato argumenta que ãa sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido de prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesseö ²⁹⁴. Doring Cunha Pereira menciona que o poder de controle parece ser uma ãemanuação do poder majoritário, poder de decidir nas assembleias e de eleger a maioria dos administradoresö. ²⁹⁵

O controle majoritário pode ser exercido por um grupo de acionistas associados, temporariamente ou permanentemente, para compor a maioria nas situações em que a propriedade encontra-se mais difusa. Este bloco majoritário com dois ou mais acionistas revela a existência de um controle compartilhado ²⁹⁶.

O princípio majoritário foi o adotado em alguns dispositivos da Lei 6.404/1976. O art. 129 da Lei das Sociedades Anônimas, por exemplo, estabelece que as ãdeliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em brancoö ²⁹⁷.

O controle por meio de um mecanismo jurídico, na obra de Berle e Means, é exemplificado pela estrutura piramidal ²⁹⁸. Esta estrutura permite que um acionista X seja controlador da empresa A, que é controladora da empresa B, que por sua vez é controladora da empresa C. Na empresa C, o acionista X é detentor de participação minoritária. A estrutura piramidal

²⁹³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 37.

²⁹⁴ Idem, Ibid. 60.

²⁹⁵ PEREIRA, Guilherme Doring da Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*, op. cit., p. 12.

²⁹⁶ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 63.

²⁹⁷ Artigo 129 da Lei 6.404/1976

²⁹⁸ BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*, op. cit. p.69.

torna o acionista X como controlador da empresa C, mesmo possuindo uma pequena quantia de ações diretamente. Comparato comenta que a emissão de ações sem direito a voto é uma segunda possibilidade do uso de mecanismos jurídicos para a detenção do controle com pequeno investimento²⁹⁹.

A quarta possibilidade consiste no controle exercido pelo acionista minoritário que, apesar de possuir menos da metade das ações com direito a voto, mesmo assim consegue comandar a companhia e eleger a maioria dos conselheiros. A verificação deste controle sempre dependerá da análise da participação acionária dos outros acionistas. Nesta hipótese, a propriedade da companhia deve estar com alto índice de pulverização a ponto de um acionista ter o controle obtendo menos de 50%.

Por fim, o controle gerencial acontece em face de uma grande dispersão acionária que dá oportunidade para os administradores tomarem as rédeas da companhia. Comparato entende que o controle gerencial é a modalidade de controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social³⁰⁰. Desta forma, o controle não é determinado pela participação acionária, e, sim, pelo poder dos administradores e diretores.

Comparato considera o critério fundamental da separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial para estabelecer sua classificação do controle interno, a saber, controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial³⁰¹.

A definição de controle em alguns países encontra-se na lei. O controle, no direito alemão, por exemplo, é determinado de acordo com a participação majoritária no capital votante, como também na situação em que uma sociedade exerce sobre a outra, direta ou indiretamente, uma influência dominante³⁰².

No Brasil, o art. 116 da lei 6.404/1976 estabelece que para ser considerado controlador o acionista ou grupo de acionistas assegurados por acordo de voto que: 1) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da

²⁹⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit.p. 64.

³⁰⁰ Idem, Ibid, p. 71

³⁰¹ Idem, Ibid, p. 79

³⁰² Idem, Ibid, p. 81.

assembleia geral e tenha o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e 2) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.³⁰³ Por seu turno, o art. 243, § 2.º, considera como controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou por meio de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, permanentemente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. Comparato sustenta que ambos os dispositivos legais excluem a previsão do controle externo e a do controle interno gerencial.³⁰⁴

Conforme exposto, o controle interno é uma modalidade relacionada à participação acionária de um acionista perante os demais. O acionista ou grupo de acionistas controlador é capaz de influenciar as deliberações da assembleia geral e o funcionamento dos órgãos societários, pois possui a maioria dos direitos de voto e, ainda, pode eleger a maioria dos administradores.

4.3.2 Controle externo

O exercício do controle externo decorre de um mecanismo jurídico diverso do voto e externo à companhia. Nessa situação não é um acionista que controla a sociedade, e, sim, um agente externo com influência dominante sobre ela.³⁰⁵ Por exemplo, credores e fornecedores podem encontrar-se numa peculiar situação de influenciar com supremacia nos destinos da sociedade.³⁰⁶

Comparato entende que um exemplo da evidência do controle externo encontra-se na alínea ôbö, do parágrafo único, do art. 249 da Lei 6.404/1976. Este dispositivo estabelece à CVM o poder de designar as sociedades a serem abrangidas pela regra da consolidação das demonstrações financeiras. O legislador de 1976 determinou a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da

³⁰³ Art. 116 da Lei 6.404/1976.

³⁰⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 82.

³⁰⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit. p. 97.

³⁰⁶ PEREIRA, Guilherme Doring da Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*, op. cit. p. 14.

companhia. O autor conclui que essa dependência financeira pode, obviamente, ser interpretada como controle externo³⁰⁷.

Doring da Cunha Pereira elenca as seguintes características para que se possa falar especificamente em controle externo: a) que a influência seja de ordem econômica; b) que a influência se estenda a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada; c) que se trate de um estado de subordinação permanente ou, pelo menos, duradouro; e d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico.³⁰⁸

Comparato argumenta que o controle externo resulta da ocorrência de um endividamento da sociedade. O autor comenta que, sem razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial³⁰⁹. Por exemplo, o artigo 113 da Lei 6.404/1976 admite que o acionista que presta caução (caucionante) possa estipular, no contrato, que este acionista não poderá, sem consentimento do credor caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações.³¹⁰ Desta forma, o credor pode assumir uma posição de influenciar e controlar a vida social.

O Estado também pode atuar como controlador externo na hipótese de intervenção administrativa em instituições financeiras privadas ou públicas³¹¹. O Banco Central do Brasil é a instituição competente que nomeará um interventor que terá plenos poderes de gestão³¹². No entanto, o interventor necessitará de uma autorização expressa e prévia do Banco Central para dispor ou onerar o patrimônio da sociedade³¹³. Nesta situação o Banco Central é um agente externo à sociedade, porém em virtude de uma intervenção administrativa, o Banco veste-se de poderes para dominar e influenciar as atividades da sociedade.

³⁰⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 94.

³⁰⁸ Idem, ibidem, p. 14-15.

³⁰⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 91.

³¹⁰ Idem, ibidem, p. 91.

³¹¹ Art. 1º da Lei 6.024/1974

³¹² Art. 5º da Lei 6.024/1974

³¹³ Art. 5º, parágrafo único da Lei 6.024/1974

4.4. O controle nas companhias brasileiras.

Alguns estudos investigam o controle nas companhias listadas na BM&FBovespa. Com informações referentes ao ano de 1996, Valadares e Leal pesquisam a composição acionária em 325 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Os autores encontram que em 203 companhias (62% da amostra) existe um acionista com mais de 50% de ações com direito de voto. Nessas companhias, o maior acionista possui 74% das ações votantes, em média. A participação acionária nas companhias sem controlador definido (38% da amostra), por sua vez, apresentam que o maior acionista tem, em média, 32% das ações votantes. Os autores observam uma concentração dos direitos de voto e afirmam que o controle nas companhias analisadas é de fácil percepção, pois um único acionista consegue obter a maioria do capital votante na sociedade ³¹⁴.

Por seu turno, com informações referentes ao ano de 2000 e uma amostra de 225 companhias, Carvalhal-da-Silva e Leal apontam que o valor e a performance da empresa são inversamente proporcionais à concentração de direitos de voto. Os autores apresentam que o maior acionista em 90% da amostra detém 76% dos direitos de voto, consequentemente, possuem um controlador definido, ou seja, um acionista com mais de 50% das ações votantes. Por outro lado, somente 22 companhias (9%) não possuem um controlador. Em média, o maior acionista, nessas companhias, detém 37% das ações votantes. Com esses dados, Carvalhal-da-Silva e Leal afirmam que a concentração acionária é uma constante nas companhias brasileiras e quantidade de companhias sem controlador definido ainda é reduzida. ³¹⁵.

Aldrighi e Mazzer Neto, com informações referentes ao ano de 2001, investigam a diferença entre os direitos de voto e os direitos de propriedade do acionista último de mais de 602 companhias brasileiras. Verificou-se que em 502 companhias (83% da amostra) têm um acionista controlador último com mais de 50% dos votos. Este acionista controlador último possui, em média, 76,94% dos direitos de voto. Ademais, os autores indicam que em 46% da

³¹⁴ VALADARES, Silvia Mourthé, LEAL, Ricardo Pereira Câmara: *Owership and control structure of brazilian companies*, 2000, p. 8-9. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=213409>

³¹⁵ CARVALHAL-DA-SILVA, André, LEAL, Ricardo: *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. p. 3-9. Coppead Working Paper Series No. 390. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=477302>

amostra existe um acionista com mais de 90% do capital votante da empresas³¹⁶.

Okimura, Silveira e Rocha investigam a propriedade e controle de todas as companhias abertas privadas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1998 a 2002 que apresentassem uma liquidez significativa. Nesta pesquisa, um único acionista controlador detinha 76,1%, em média, do capital votante e 56,7% do capital total da empresa³¹⁷.

Conforme exposto nos parágrafos acima, as pesquisas, até 2002, apontam para um grau elevado de concentração acionária nas companhias brasileiras. Entretanto, Gorga investiga a mudança no padrão da propriedade e do controle nas companhias brasileiras a partir do advento do Novo Mercado da BM&FBovespa. A autora utiliza dados do IAN dos anos de 2006, atualizados em 2007. A pesquisa analisa a estrutura acionária das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Primeiramente, Gorga afirma que as companhias antes listadas no mercado padrão alteraram suas listagens para alguns dos segmentos diferenciados do Novo Mercado. A maior parte das companhias (61,4% ou 35 de 57 companhias) que migraram do mercado padrão ingressaram no segmento Nível 1. O segmento Novo Mercado, nível máximo de regras de governança corporativa, recebeu somente 15,2 % das companhias que migraram do mercado tradicional³¹⁸.

Observa-se que 85% das companhias listadas no segmento Novo Mercado são companhias que não estavam anteriormente listadas no mercado padrão, ou seja, são companhias estreantes que já ingressaram na Bolsa imediatamente no nível máximo de governança corporativa do Novo Mercado³¹⁹.

³¹⁶ ALDRIGHI, Dante Mendes, MAZZER NETO, Roberto: *Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil*. Revista de Economia Política, vol. 25, nº 2 (98), pp. 115-137, abril-junho/2005, p. 131

³¹⁷ OKIMURA, Rodrigo Takashi., SILVEIRA, Alexandre di Miceli, ROCHA, Keyler C. *Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil*. RAC-Eletrônica, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, Jan./Abr. 2007 p. 129.

³¹⁸ GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. op. cit. p. 448 e 449.

³¹⁹ Idem, Ibidem, p. 448 e 449.

A autora investiga a participação acionária direta e o formato do controle societário de 339 companhias, sendo 92 do segmento Novo Mercado, 20 companhias do nível 2, 44 companhias do nível 1 e 183 companhias do mercado padrão. Gorga aponta para uma redução dos níveis de concentração acionária nas companhias brasileiras listadas no Novo Mercado. As companhias listadas no segmento Novo Mercado, por exemplo, têm uma estrutura de capital mais dispersa em relação às companhias do Nível 2, Nível 1 e mercado tradicional. Nas companhias do segmento Novo Mercado, o maior acionista detém 36,39% das ações com direito a voto, em média. Já no Nível 2 e Nível 1 encontra-se uma maior concentração, com respectivamente 63,79% e 63,14%.³²⁰

Gorga divide as companhias em dois grupos: companhias com controlador definido e companhias sem controlador definido. A autora define controlador como ãum único acionista (ou um bloco de acionistas signatários de um acordo) é detentor de mais de 50% das ações com direito a voto da companhiaã³²¹.

A autora argumenta, analisando a propriedade direta, que nas companhias do segmento Novo Mercado com controladores definidos (27 de 92 companhias), o maior acionista detém 60,87% das ações. Entretanto, o segmento Novo Mercado têm um maior número de companhias sem um controlador definido (65 de 92 companhias). Nessas 65 companhias, o maior acionista possui 26,23%, em média, das ações com direito a voto. O segundo e o terceiro maior acionista detém, respectivamente, 47,28% e 54,73%³²².

A diminuição na concentração de propriedade faz com que a maior parte da propriedade dessas companhias encontra-se dispersa no mercado. Gorga argumenta que, nesses casos, dois ou mais acionistas relevantes podem vincular os seus direitos de voto para exercer o controle da companhia. Segundo Gorga, o controle societário em companhias com propriedade difusa requer a celebração de acordo de acionistas para a sua obtenção.³²³

Diante desses resultados, Gorga identifica uma alteração nos padrões de propriedade e controle no Brasil. A autora observa que as companhias do segmento Novo Mercado

³²⁰ Idem, Ibidem..p. 447 e 448.

³²¹ Idem, ibidem..p. 461.

³²² Idem, ibid..p. 462.

³²³ Idem, ibid..p. 449.

possuem uma estrutura mais dispersa e um menor índice de concentração acionária³²⁴. Ao mesmo tempo, o acordo de acionistas surge como instrumento para a obtenção do controle nessas companhias com o capital difuso.

Em síntese, alguns dos estudos, apresentados nos parágrafos acima, possuem uma conclusão similar pertinente a um elevado grau de concentração acionária. O controle, nesses estudos, decorre da participação majoritária de um único acionista. No entanto, com o estabelecimento dos níveis diferenciados de listagem do Novo Mercado este padrão de concentração está paulatinamente se alterando. Companhias com estruturas de propriedade mais dispersas no mercado e sem controlador definido são facilmente identificadas no segmento Novo Mercado. Nessas sociedades o acordo de acionistas é um mecanismo jurídico usualmente utilizado para a vinculação dos direitos de voto de alguns acionistas no intuito de formar um bloco de controle. Tal constatação indica para um padrão diferenciado de controle nas companhias estreadas que compõem o segmento Novo Mercado.

4.5. O controle nas companhias com investimento de fundos de *private equity* e *venture capital*

Os fundos de PE/VC são acionistas que se envolvem com as atividades sociais por meio de aconselhamento e monitoramento.³²⁵ Independentemente da participação como acionistas minoritário ou majoritário, o fundo utiliza de mecanismos contratuais para influenciar as decisões e políticas estratégicas da empresa.³²⁶ Smith afirma que o mecanismo mais utilizado pelo fundo, nos Estados Unidos da América, é de indicar membros para o conselho de administração.³²⁷

³²⁴ Idem, *ibid.* p. 463.

³²⁵ SALHMAN, W. A. The structure and governance of venture capital organization, *op. cit.* 1990.

³²⁶ SAPIENZA, H., S.; MANIGART; VERMEIR, W. Venture Capitalists Governance and Value Added in Four Countries. *op. cit.* p. 34

³²⁷ SMITH, Douglas. Venture Capital Company: a contractarian rebuttal to the political theory of American corporate finance? *Tennessee Law Review*, v. 65, p. 107, 1997. p. 88

Lerner e Schoar entendem que a análise das diferenças contratuais em países em desenvolvimento pode identificar uma tendência quanto ao formato do controle e ao tipo dos valores mobiliários utilizados nas empresas que recebem investimentos de fundos de PE/VC.³²⁸ A amostra consiste em 210 contratos (memorando de entendimentos, acordo de compra de ações, acordos de acionistas) entre os fundos e empreendedores em 30 países em desenvolvimento. As transações ocorreram entre 1987 e 2003.³²⁹

Segundo os autores, a origem do sistema jurídico, o *rule of law* e a eficiência do Judiciário são fatores importantes para explicar as diferenças contratuais entre os países³³⁰. Os autores observam que em países com sistemas jurídicos do *common law* os fundos de PE/VC utilizam ações preferenciais conversíveis, enquanto em países do *civil law*, fazem uso de ações ordinárias com direito de voto³³¹.

Lerner e Schoar entendem que países com sistemas legais do *common law* possuem melhores indicadores de proteção aos investidores em decorrência de melhores índices de *enforcement* do Judiciário. Desta forma, os fundos adotam mecanismos contratuais para a proteção dos seus direitos e tendem a assumir menos o controle da empresa.³³² Já em países do *civil law* os fundos buscam o controle como acionistas majoritários, como forma de proteção do investimento e como fuga dos baixos índices de proteção aos direitos de propriedade.³³³

Uma forma de visualizar o cenário apresentado no parágrafo anterior é analisar o conselho de administração dessas empresas. Em países do *common law*, o conselho de administração é composto majoritariamente pelos fundadores e administradores, ao passo que em países do *civil law* os conselhos de administração têm os fundos de PE/VC como maioria³³⁴.

Levin argumenta que a indicação de membros para o conselho de administração é uma forma importante no processo de monitoramento e aconselhamento do fundo. Segundo o autor, os

³²⁸ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 120(1), pages 225-226, 2005. acessado em março de 2009.

³²⁹ Idem, ibidem, p. 231.

³³⁰ Idem, Ibidem, p. 241.

³³¹ Idem, Ibidem, p. 241-242.

³³² Idem, Ibidem, p. 234-235.

³³³ Idem, ibidem, p. 241-242.

³³⁴ Idem, ibidem, p. 236..

fundos de PE/VC obtêm o controle ou, se o controle não estiver disponível, controlam o conselho de administração, uma vez que os fundos não se vêm, exclusivamente, como um provedor de recursos. Na verdade, os fundos atuam como conselheiros financeiros e de planejamento estratégico em busca da maximização de valor aos acionistas.³³⁵

Lerner e Schoar identificam que em países em desenvolvimento com sistema jurídico do *civil law*, como o Brasil, os fundos de PE/VC têm menores índices de proteção contratual e menor eficiência ao *enforcement* dos contratos. Consequentemente, os fundos de PE/VC protegem o seu investimento garantindo o controle acionário com a maioria das ações votantes e com a maioria do conselho de administração. Em países como o Brasil, portanto, a concentração de propriedade para os fundos de PE/VC é um substituto para os baixos índices de proteção legal.³³⁶

Barry analisa 433 IPO de empresas com investimentos de fundos de PE/VC entre os anos de 1978 a 1987 nos Estados Unidos. Diferentemente dos resultados de Lerner e Schoar, Barry conclui que os fundos de PE/VC adquirem o controle das empresas em que investem. O controle permite que o fundo exerça o domínio e influência nas atividades de estratégia e de gestão da companhias. Os fundos monitoram ativamente e utilizam a participação acionária majoritária para efetivar o controle.³³⁷ O autor indica que os fundos controlam as companhias com somente 34% das ações com direito a voto, algo muito comum em mercados com a estrutura de capital mais pulverizada.³³⁸

Cinthia Ribeiro analisa se os fundos de PE/VC participam de arranjos contratuais complexos com empresas brasileiras. A autora verifica as estruturas contratuais utilizadas entre fundos de PE/VC e empresas nacionais e compara com o modelo contratual usado em países com alto e baixo *enforcement* contratual. Ribeiro examina três indicadores-chave para a indústria de PE/VC: direitos de controle, direitos sobre o fluxo de caixa e *enforcement* contratual. Se as estruturas mais utilizadas aproximam-se a dos países com alto *enforcement*, isto pode indicar

³³⁵ LEVIN, Jack S. *Structuring Venture Capital, private equity and entrepreneurial transactions*, 4ed, 2006.

³³⁶ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 120(1), 2005. p. 225-226, 2005.

³³⁷ BARRY, Christopher B. The role of Venture Capital in the creation of public companies: evidence from Going-Public Process. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 447-448, 1990.

³³⁸ Idem, *ibidem*, p. 447-448.

um desenvolvimento regulatório e uma maior percepção do investidor quanto ao *enforcement* contratual. Por outro lado, se a estrutura utilizada for similar a dos países com baixo *enforcement*, pode-se sugerir que existe deficiência no sistema jurídico.³³⁹ A autora entrevista sete fundos de PE/VC com 112 investimentos no Brasil. O questionário enviado contém a frequência com que os fundos incluem em seus contratos os direitos de controle, os direitos sobre o fluxo de caixa e os métodos de resolução de conflitos societários. Ademais, a autora questiona sobre as razões para a escolha, ou não, de algumas estruturas contratuais.³⁴⁰

Ribeiro questiona se os fundos de PE/VC aceitam a participação minoritária nas empresas brasileiras, e, se sim, qual direitos contratuais os fundos utilizam para proteção dos seus direitos. Oitenta e seis por cento (86%) dos fundos declaram que aceitariam a participação como minoritários se eles possuírem direitos de veto em determinadas matérias. Somente um fundo de PE/VC respondeu que investe somente quando tem o controle completo da empresa.³⁴¹

Carvalho, Furtado e Ribeiro realizam o 1º Censo brasileiro sobre a Indústria de PE/VC publicado em 2006 e com informações da indústria até o ano de 2004. Os autores mapearam 71 gestoras de PE/VC com investimentos em 325 empresas. Quanto ao controle societário, os autores encontram que somente 21,2% da amostra somente investe com a compra de participação majoritária com pleno controle. A participação minoritária acontece em 26,2% da amostra e em 38,5% dos casos os fundos admitem investirem como minoritários com poder de veto em matérias estratégicas. Ademais, 9,2% afirmam investir como minoritário com controle e 4,9% admitem o controle compartilhado. Tomando a amostra por completo, os fundos de PE/VC investem como minoritários em 78,8% da amostra. Portanto, esses dados demonstram que a aquisição do controle não é regra no Brasil.³⁴²

Santos verifica as perspectivas dos gestores de fundos de PE/VC sobre as limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional brasileiro. O autor testa a afirmação de que os fundos de PE/VC sempre preferem adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito

³³⁹ RIBEIRO, Cinthia. *Financial Contracting choices in Brazil: Does the Brazilian legal environment allow private equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies*. op. cit. p. 14-15.

³⁴⁰ Idem, Ibidem. p. 14-15.

³⁴¹ Idem, Ibid. p. 14-15.

³⁴² CARVALHO, Antonio Gledson; FURTADO, Claudio Vilar; RIBEIRO, Leonardo Lima. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital ó Primeiro Censo brasileiro*. op. cit. p. 81.

entre as partes. A maior parte da amostra (75%) discorda desta afirmação. Ou seja, os gestores dos fundos de PE/VC podem investir sem ter que obter o controle no Brasil. O autor conclui que este resultado atesta que os gestores de fundos de PE/VC não estão dispostos a abrir mão de seus retornos para adquirir o controle³⁴³.

Os estudos de Ribeiro, Santos e Carvalho et al. apresentam uma oportunidade de pesquisa sobre o controle das companhias com investimento de fundos de PE/VC.

³⁴³ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008. p. 84.

CAPÍTULO 5

O ACORDO DE ACIONISTAS

Este capítulo concentra-se em expor a revisão de literatura pertinente ao acordo de acionistas. A exposição de motivos da Lei das Sociedades Anônimas, Mensagem 204/1976, reiterou a importância do instituto de acordo de acionistas para a vida empresarial, ressaltando que a falta de disciplina legal da convenção de voto gerava abusos e malefícios que se lhes atribuem³⁴⁴. A intenção do art. 118 da Lei 6.404/1976 foi criar uma alternativa entre a estrutura de *holding* e os acordos ocultos entre os sócios, ao delimitar o conteúdo e outorgar o formalismo e a publicidade necessários para tornar os acordos de acionistas oponíveis aos sócios, à companhia e a terceiros³⁴⁵.

Carvalhosa esclarece que a aceitação dos acordos de acionistas pelos aplicadores do direito impulsionou-se pelos investimentos governamentais e pelo influxo de capitais estrangeiros no setor privado da década de 60. Assim, tanto o governo como os minoritários estrangeiros condicionaram seus aportes à participação nas decisões empresariais relevantes³⁴⁶. Wald comenta que com a privatização total ou parcial das sociedades de economia mistas e empresas públicas, com a consequente despolitização das mesmas, o acordo de acionistas tornou-se o instrumento fundamental para atrair capitais e assegurar o desenvolvimento tecnológico do país³⁴⁷.

O acordo é um instrumento jurídico altamente utilizado pelas companhias como forma de regular os votos e de manter o controle societário. Primeiramente, apresenta-se a definição doutrinária do acordo. Em seguida, a sua natureza jurídica. Por fim, a terceira parte deste capítulo discute as características do acordo de voto e do acordo de bloqueio.

³⁴⁴ Exposição de Motivos da Lei 6.404/1976, Mensagem 204

³⁴⁵ WALD, Arnoldo: *O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário*. op. cit. p. 9

³⁴⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 6.

³⁴⁷ WALD, Arnoldo: *O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário*. op. cit. p. 12

5.1 Definição

Carvalhosa define o acordo de acionistas como ãum contrato regido pelas normas de validade de qualquer negócio jurídico privado, celebrado entre acionistas de uma mesma companhiaã³⁴⁸. O acordo estipula regras para o exercício do voto e à negociação das ações dos signatários do pacto.

O acordo converge interesses privados de acionistas relevantes para o exercício das atividades societárias. Segundo Carvalhosa, a celebração de um acordo de acionistas criam-se ãvínculos de caráter pessoal, tendo por objeto o modo como o direito de voto deve ser exercido em assembleia, ou o procedimento que deve ser obedecido para o reconhecimento, pela companhia, da eficácia da alienação das ações objeto do contratoã.³⁴⁹

Carvalhosa entende que o acordo de acionistas aproxima-se do sindicato acionário. Nas palavras do autor:

A fórmula que mais se assemelha ao nosso acordo de acionistas, o sindicato acionário, caracteriza-se pelo agrupamento de acionistas que se submetem a uma disciplina especial, transmitindo, via de regra, a posse fiduciária de suas ações a um mandatário especial, que as detém, com poderes para cumprir o pactuado, seja quanto ao exercício do direito de voto, seja quanto à disciplina de alienação das respectivas ações. Esta transferência tem como objetivo assegurar que as ações continuem vinculadas aos compromissos assumidos.³⁵⁰

O objetivo do sindicato acionário é unificar o direito de voto no intuito de exercer o controle da sociedade. Ademais, serve também para organizar uma minoria com o objetivo de proteger os seus interesses. Como os signatários do acordo são legítimos para executar o contrato, Carvalhosa menciona que no direito brasileiro o acordo de acionistas não proporciona a constituição de um sindicato acionário. Entretanto, a lei societária não restringe que as partes do acordo indiquem um mandatário comum para os efeitos da execução das convenções de

³⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. op. cit., p. 9.

³⁴⁹ Idem, *Ibidem*, p. 9.

³⁵⁰ Idem, *ibidem*, p. 10.

voto. No que se refere ao prazo máximo da validade da representação,³⁵¹ este mandatário ficará sujeito, perante a companhia, às limitações do art. 126 da Lei 6.404/1976³⁵².

Barbi Filho menciona que são partes do acordo dois ou mais acionistas, pessoas físicas ou jurídicas, de uma mesma companhia. No entanto, a companhia não interfere nos termos do contrato e não pode ser parte. Nesse sentido, o acordo é alheio aos atos constitutivos e à organização da sociedade. No entanto, a sociedade pode anuir com os termos do acordo. O autor comenta que se utiliza essa prática como prova de conhecimento dos termos da avença e para dar a publicidade ao acordo quando arquivado na sede social e averbação nos livros da companhia.³⁵³

5.1.1 Objeto do acordo de acionistas

O art. 118 da Lei 6.404/1976 informa que o objeto do acordo de acionistas é a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto ou poder de controle³⁵⁴. No entanto, a lei não veda a celebração de acordos de acionistas atípicos que

³⁵¹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 13.

³⁵² Art. 126. As pessoas presentes à assembleia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: I ó os titulares de ações nominativas exibirão, se exigido, documento hábil de sua identidade; II ó os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do art. 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária; III ó os titulares de ações ao portador exibirão os respectivos certificados, ou documento de depósito nos termos do número II; IV ó os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do artigo 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária. § 1.º O acionista pode ser representado na assembleia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos. § 2.º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos: a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto; c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia. § 3.º É facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente meio por cento, no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para os fins previstos no § 1.º, obedecidos sempre os requisitos do parágrafo anterior. § 4.º Têm a qualidade para comparecer à assembléia os representantes legais dos acionistas.

³⁵³ BARBI FILHO, Celso. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal, *in* RDM vol. 121, janeiro-março 2001 pp.31-55.

³⁵⁴ Art. 118 da Lei 6.404/1976. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

tenham outro objetivo que não aqueles expostos no caput do art. 118 da lei das sociedades anônimas. Carvalhosa argumenta que ãa intenção do art. 118 foi excluir a oponibilidade dos acordos que versem sobre outros temas perante a companhia.³⁵⁵ Comparato observa que o art. 118 da Lei 6.404/1976 não limita a possibilidade jurídica de utilização dos acordos de acionistas. A intenção do dispositivo, portanto, é apenas estabelecer os efeitos do acordo em relação a terceiros.³⁵⁶

O caput do art. 118 estabelece as matérias que podem ser oponíveis à companhia e aos administradores. Matérias fora desse âmbito, tais como indicação de conselheiro de administração, reorganização empresarial e responsabilidade por dívida, por exemplo, teriam validade apenas entre os signatários, não sendo oponíveis à companhia ou a terceiros.³⁵⁷

Carvalhosa analisa os termos presentes na letra do art. 118, pois o autor os considera muito amplos e merecedores de alguns esclarecimentos. O autor entende que a expressão ãcompra e vendaã compreende qualquer ato voluntário que implique a transferência de propriedade das ações a título oneroso ou gratuito. O termo ãpreferênciaã deve ser interpretado de forma ampla. O autor comenta que a ãfinalidade da preferência pode tanto ter em vista a vantagem patrimonial com respeito a terceiros, como também, o que é mais comum, objetivar manter o controle, ampliá-lo, ou nele ingressarã.³⁵⁸

Tornovsky afirma que o acordo pode ter como objeto ão estabelecimento de direitos políticos a acionistas minoritários, através do estabelecimento de quorum qualificado ou direito de veto para a aprovação de determinadas matériasã.³⁵⁹

Os signatários obrigam-se a votar da forma celebrada no contrato. O art. 118 da Lei 6.404/1976 abrange o direito de voto às matérias das deliberações da assembleia geral³⁶⁰ e especial da companhia. Carvalhosa entende que o acordo de acionistas tem como objeto matérias de ãnatureza funcional (eleição de administradores ou fiscais), política (diretrizes

³⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 13.

³⁵⁶ COMPARATO, Fábio Konder. Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das SA. *Revista dos Tribunais*, ano 68, v. 527, p. 33, 1979.

³⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 2, p. 463.

³⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 76.

³⁵⁹ TORNOVSKY, Miguel: Acordo de Acionistas sobre o exercício do poder de controle ó análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S/A pela Lei 10.303/2001. p. 94

³⁶⁰ Art. 121 da Lei 6.404/1976.

empresariais) ou estrutural (modificação estatutária, inclusive, compreendendo aumento de capital e sua subscrição, alteração do regime das ações, fusão, incorporações, cisões, liquidação da companhia ou na sua integração em grupo de sociedades)³⁶¹.

Rachel Sztajn entende que a variedade das matérias objeto de acordos de sócios é, efetivamente, larga, podendo abranger desde voto, distribuição de resultados, preferência para aquisição da quota de qualquer sócio que desejar retirar-se, indicação de, ou veto a, administradores, ou o que mais possa compor interesses de membros da sociedade.³⁶²

Atualmente, o acordo de acionistas poderá versar sobre diversas matéria que seja de interesse dos signatários. Contudo, apenas no que se refere à compra e venda de ações, preferências para adquiri-las, exercício de voto e do poder de controle, serão as obrigações nele contidas vinculativas para a sociedade e para os administradores.

5.2 Natureza do acordo de acionistas

O acordo de acionistas previsto na Lei 6.404/1976 tem por objeto o exercício do poder de voto, exercício do controle ou a disponibilidade patrimonial das ações.³⁶³

Inicialmente, Carvalhosa questiona se o acordo insere-se no âmbito institucional da companhia, ou se a matéria coloca-se na esfera privada dos acionistas. O autor argumenta que o acordo de voto gera efeitos a partir das decisões tomadas na assembleia geral, mesmo que o contrato seja celebrado no âmbito privado dos acionistas. Diferentemente, o acordo de bloqueio³⁶⁴ tem como objetivo a convergência de interesses alheios aos da companhia, destinando-se a disciplinar a disponibilidade das ações vinculadas ao acordo e nem mesmo atinge a esfera societária³⁶⁵.

³⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 77.

³⁶² SZTAJN, Raquel. *Acordo de acionistas ó Fusões e aquisições*: aspectos jurídicos e econômicos, p. 275.

³⁶³ Art. 118 da Lei 6.404/1976

³⁶⁴ Ver a seção 4.3.2 desta dissertação.

³⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 31.

Carvalhosa comenta que no direito continental europeu o acordo de acionistas não é regulamentado por lei. Nessas jurisdições, o acordo é um negócio jurídico privado entre os acionistas, que se fundamenta sobre um pacto de vontade dos celebrantes, exclusivamente. Por este motivo, o autor entende que o compromisso pactuado encontra-se na seara do direito das obrigações e está fora do campo de atuação das sociedades anônimas. Portanto, os acordos são de natureza contratual pautados nos princípios gerais do direito civil.³⁶⁶

Seguindo esta linha de raciocínio, a companhia não faz parte do acordo de acionistas. Carvalhosa entende que a sociedade preserva os seus interesses pela aplicação das regras que constituem o direito societário propriamente dito³⁶⁷. Da mesma forma como o direito dos demais acionistas não celebrantes do acordo estão protegidos pelas leis societárias.

Barbi Filho menciona que o acordo de acionista tem como fonte formal a Lei 6.404/1976 e fonte material o direito das obrigações. Segundo o autor o acordo de acionistas é contrato, típico ou nominado, porquanto previsto pela legislação societária. É contrato civil, posto que suas partes não são comerciantes no exercício da profissão de mercancia, mas apenas acionistas de uma mesma companhia regulando o exercício dos direitos decorrentes de suas ações³⁶⁸.

O acordo de acionistas é um negócio jurídico típico, e, assim sendo, é um instrumento para a composição de interesses privados dos signatários, protegidos pelo sistema jurídico³⁶⁹. Os celebrantes do acordo autorregulam seus interesses e estabelecem relações jurídicas com a intenção de coordená-los. O contrato submete-se às normas comuns de validade, aplicáveis a qualquer negócio jurídico, segundo exigências do art. 104 da Lei 10.406/2002³⁷⁰, para a produção dos efeitos almejados pelas partes. Assim, a lei obrigacional possibilita que as partes utilizem o negócio jurídico no intuito de harmonizar seus interesses em relações recíprocas. De acordo com Carvalhosa, a função do negócio jurídico é compor a vontade dos signatários ao resultado pretendido, estando a validade contratual ligada a esse compromisso³⁷¹.

³⁶⁶ Idem, ibidem, p. 32.

³⁶⁷ Idem, p. 33.

³⁶⁸ BARBI FILHO, Celso: *Acordo de Acionistas: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal*. op. cit., p. 35.

³⁶⁹ Idem, ibidem, p. 33.

³⁷⁰ Art. 104 da Lei 10.406/2002. A validade do negócio jurídico requer: I o agente capaz; II o objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III a forma prescrita ou não defesa em lei.

³⁷¹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 34.

Carvalhosa comenta sobre o motivo e causa da celebração do acordo. Motivo é o elemento circunstancial e subjetivo que determina a manifestação da vontade dos contratantes com relação aos seus interesses individuais juntos à companhia.³⁷² Já a Causa, por sua vez, é o elemento

[...] objetivo e razão determinante de sua própria realização. A causa proporciona ao acordo além da tipicidade apontada na lei, exercício do voto e compra e venda, proporciona os limites de sua licitude, ao estabelecer a norma que o acordo não poderá eximir os acionistas celebrantes da responsabilidade, no exercício do direito de voto ou do poder de controle.³⁷³

Ademais, a causa do acordo determina a conduta dos signatários nos ditames das obrigações conforme pactuadas no contrato. O art. 118 da Lei 6.404/1976 tipifica o negócio jurídico do acordo de acionistas e aponta-lhe os limites do lícito e vincula as partes pelo seu cumprimento³⁷⁴. Este artigo, também, tipifica o conteúdo do negócio e limita a sua validade à observância dos direitos da companhia e de seus acionistas..

Barbi Filho argumenta que o acordo de acionistas é um contrato celebrado por

agentes capazes, que sejam acionistas de uma mesma companhia; objeto lícito, referente a um pacto sobre legítimo exercício do direito de voto, compra e venda de ações ou outra estipulação lícita relativa à titularidade das ações; e adotar, ainda, forma escrita, para que possa ser registrado na companhia, pelos procedimentos de arquivamento e averbação. Desse modo, o acordo de acionistas é um contrato típico ou nominado, porquanto previsto pela legislação societária.³⁷⁵

Comparato analisa que o acordo de acionistas pode ser unilateral, bilateral ou plurilateral, de dependendo da forma como as obrigações surgem para uma só das partes, para ambas, ou para todas as partes na convenção.³⁷⁶

³⁷² Idem, ibidem, p. 34.

³⁷³ Idem, p. 34.

³⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit, p. 34.

³⁷⁵ BARBI FILHO, Celso: *Acordo de Acionistas: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal*. op. cit, p. 35.

³⁷⁶ COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. op. cit., p. 55

O acordo tem a natureza de um contrato plurilateral quando disciplina diversas matérias e interesses e o controle ou bloqueio -, além de estabelecer obrigações para todos os integrantes da avença³⁷⁷.

A característica dos acordos plurilaterais consiste na composição realizada por grupos de acionistas para proteger seus interesses comuns nas deliberações sociais. Os contratos plurilaterais são todos os acordos que visam a determinar o sentido do voto, assegurar a continuidade na administração da companhia, mediante a fixação de critérios de escolha e de eleição, ou, ainda, fixando a política de remuneração dos administradores³⁷⁸.

Barbi Filho comenta que no contrato plurilateral existe uma convergência de interesses, pela qual as partes convencionam sobre o exercício compartilhado e anteriormente ajustado de seus direitos para com a companhia. Caso não se configure, nesse acordo, um interesse comum, ele não pode ser considerado plurilateral. O autor cita o contrato de compra e venda, no qual as partes possuem interesses distintos e concorrentes³⁷⁹.

O acordo também pode ter a natureza de um contrato unilateral. A condição é que o acordo estipule obrigações para somente um dos celebrantes do pacto. Nas situações de acordo de votos, o caráter unilateral emerge quando uma das partes vincula seus direitos, por outro lado, a outra não assume nenhum vínculo de natureza societária. Carvalhosa ilustra a natureza de contrato unilateral quando o controlador obriga-se a dar preferência ao grupo minoritário na aquisição de ações³⁸⁰.

O acordo também tem natureza de um contrato bilateral. Entende-se que nessa ocasião existe a necessidade de dois centros de interesses e obrigações contrastantes, complementares e correspondentes³⁸¹. Carvalhosa exemplifica que

[...] nas convenções de voto, essa bilateralidade verifica-se quando, objetivando determinar a escolha de administradores, um grupo de acionistas obriga-se a votar nos indicados pelo outro, para determinados cargos, se este grupo fizer o mesmo, no tocante aos elementos que designar, para outros

³⁷⁷ Idem, ibidem, p. 48.

³⁷⁸ Idem, ibidem, p. 49.

³⁷⁹ BARBI FILHO, Celso: *Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal*, op. cit., p. 36.

³⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei 6.404/1976*, op. cit., p. 149.

³⁸¹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 53.

cargos. Esses acordos, que visam, sobretudo, estabelecer o controle comum, formado por vários grupos minoritários, são muito frequentes ³⁸².

Uma outra natureza jurídica do acordo é como um contrato parassocial, celebrado sem a intervenção da companhia. A não participação da sociedade é o traço característico de um contrato parassocial. O acordo distingue-se da sociedade por ter objeto e finalidade distintos. O acordo não interfere na constituição, na organização, no funcionamento dos órgãos societários. A sociedade, portanto, é parte estranha do acordo. ³⁸³

Barbi Filho afirma que as particularidades do acordo de acionistas decorrem de que ele disciplina direitos e relações dos acionistas de uma mesma companhia entre si mas, ao mesmo tempo, não se confunde com os atos constitutivos da sociedade, sendo, por isso considerado parassocial ³⁸⁴.

Bulgarelli resume a sistemática adotada pelo art. 118 da Lei 6.404/1976: a) os acordos de acionistas são livres, desde que não voltados para fins ilícitos ou negociação de votos; b) para que sejam obrigatórios para a companhia, deverão versar sobre a compra e venda de ações, preferências na aquisição de ações e exercício do direito de voto, e deverão ser arquivados na sede da companhia; c) poderão ser oponíveis a terceiros não signatários desde que averbados nos livros de registro e certificados de ações, se emitidos; d) comportarão execução específica; e) têm caráter unilateral, bilateral, plurilateral e obrigacional, constituindo verdadeiros pactos parassociais; f) não excluem a responsabilidade dos acionistas pelo exercício do voto e do poder de controle; h) ações averbadas ao acordo não poderão ser negociadas em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão; e i) os órgãos de administração de companhia aberta informarão à assembleia as disposições sobre política de investimentos, lucros e distribuição de dividendos constantes de acordos de acionistas. ³⁸⁵

³⁸² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei 6.404/1976*, op. cit., p. 149.

³⁸³ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 37.

³⁸⁴ BARBI FILHO, Celso: *Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal*, op. cit., p. 32

³⁸⁵ BULGARELLI, Waldírio. *A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no Brasil*. *Revista de Direito Mercantil*, n. 40, p. 95, out.-dez. 1980.

Contudo, o acordo de acionistas é um contrato privado com a natureza de um negócio jurídico, celebrado por acionistas que buscam a convergência dos seus votos em assembleia para controlar as atividades societárias, como também permitir a manutenção do controle entre os signatários do pacto de voto. Este instrumento tem a natureza de um contrato privado, nominado, parassocial e quanto aos seus efeitos, pode ser plurilateral, unilateral ou bilateral.

5.3 Tipologias do acordo de acionistas

5.3.1 *Acordo de voto*

Carvalhosa comenta que o fenômeno da empresa de capital aberto convive com o problema da inércia dos acionistas nas deliberações sociais. No sistema empresarial moderno, a complexidade dos negócios e a riqueza de informações técnicas e operacionais fazem com que o acionista careça de fundamentação no exercício do direito de voto em assembleia geral. O autor comenta que a assembleia torna-se um mero ritual de homologação de fatos e negócios que fogem ao entendimento do acionista comum³⁸⁶.

Tal fato permite que a um grupo de sócios, administradores e analistas administrem a sociedade. O poder de controle, nessa situação, é exercido por um bloco de sócios com uma pequena parcela dos direitos de voto³⁸⁷. Nessas companhias, um grupo de sócios agem na composição de um bloco de controle. Carvalhosa explica que, nessa situação, se rompe o princípio da proporcionalidade, pois a sociedade não é administrada por quem possui a maioria do capital social.³⁸⁸

³⁸⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 103.

³⁸⁷ Idem, ibidem, p. 103.

³⁸⁸ Idem, ibidem, p. 104.

Comparato sustenta que õna esfera das relações patrimoniais a autonomia privada consiste, justamente, em poder negociar e ceder, livremente, os seus direitos. Se o acionista não é obrigado a comparecer nas assembleias gerais, se pode a todo tempo ceder as suas ações.³⁸⁹.

Os celebrantes do contrato usualmente determinam que reuniões prévias ocorrerão antes das assembleias gerais de acionistas no intuito de determinar como o voto será exercido. As deliberações dessa reunião vinculam os direitos dos signatários do acordo a votar em conjunto na assembleia³⁹⁰.

O acordo de voto é o instrumento apto para regular interesses dos sócios de uma mesma companhia na obtenção da maioria dos votos necessários na assembleia geral de acionistas para poder influenciar as deliberações sociais e dominar os órgãos da sociedade.

5.3.1.1. Acordo de voto e interesse social

A sociedade anônima é uma composição de interesses, na qual o interesse social consiste na concretização de um objetivo comum dos sócios. Os arts. 115 e 118 da Lei 6.404/1976 disciplinam esse entendimento. O art. 115 da Lei 6.404/1976 determina que o acionista deve exercer o seu direito de voto no interesse da companhia. Por seu turno, o art. 118 disciplina que os acordos de acionistas não poderão ser invocados para eximir o acionista da responsabilidade, no exercício do interesse social.³⁹¹

O interesse da sociedade é o objetivo a se buscar com o exercício do voto. A composição de votos que visar o interesse individual pode ser considerada abusiva, pois o acordo de voto obedece a uma hierarquia de interesses, na qual se sobressai o interesse social³⁹².

A Lei das Sociedades Anônimas determina o sentido do voto como decorrência do princípio da liberdade. O sócio  livre para predeterminar contratualmente o sentido do voto, mas não

³⁸⁹ COMPARATO, Fábio Konder: *O poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. op. cit., p. 174

³⁹⁰ TORNOVSKY, Miguel: *Acordo de Acionistas sobre o exercício do poder de controle  análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S/A pela Lei 10.303/2001*. op. cit., p. 94

³⁹¹ COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit. p. 289

³⁹² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários  Lei 6.404/1976*, op. cit., p. 149.

pode modificar as relações fundamentais entre acionistas e sociedade, que são explicitamente estabelecidas pela lei, em termos de deveres e responsabilidades no seu exercício. O voto é direito ao qual a lei atribui, assim, função precípua: a de ser exercido no interesse da companhia e dos demais acionistas.³⁹³

Conforme Carvalhosa,

õ[...] se o voto deve ser exercido no interesse da sociedade, não se pode configurar tal interesse social como diverso do interesse comum dos sócios. Portanto, nesse sentido, o voto é concedido ao acionista no seu interesse individual (e não para um superior interesse institucional), mas é bom frisar, no seu interesse individual como sócio. Os acionistas signatários do acordo tiveram em vista a situação da companhia, no momento do contrato e, ainda, que previram, razoavelmente, a sua evolução, assumindo, desse modo, os riscos naturais de todo o contrato, quanto aos efeitos desejados. Ocorre que esse risco, na espécie, opera-se na esfera patrimonial da companhia e de seus sócios coletivamente considerados³⁹⁴.

Desta forma, o acionista pode, no exercício de seu poder de voto, buscar a satisfação de seu interesse individual, desde que este não conflite com o social.

5.3.1.2. *Acordo de voto e controle societário*

O acordo de voto pode permitir que um bloco de acionistas obtenha ou mantenha o controle da sociedade. Ademais, o contrato pode caracterizar a formação de um bloco controlador, mesmo nas situações em que os termos contratuais não mencionem especificamente o objetivo de exercer o controle³⁹⁵.

O controle societário pode ser entendido como a capacidade de influenciar as atividades sociais. Carvalhosa comenta que se deve entender o controle societário como ão poder efetivo de impor uma vontade nos atos sociais, além de dirigir as operações empresariaisö.³⁹⁶

³⁹³ Art. 115 da Lei 6.404/1976. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

³⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei 6.404/1976*, op. cit. p. 264.

³⁹⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 129.

³⁹⁶ Idem, ibidem, p. 126.

O titular do controle tem deveres e responsabilidades previstas em lei. O art. 116 da Lei 6.404/1976 admite, apenas, o controle interno. O acionista controlador deve ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos na assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos conselheiros de administração. O mesmo dispositivo legal admite que o acordo de acionistas regule este controle entre um grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto.³⁹⁷ Portanto, o acordo vincula o voto dos seus signatários e configura-se um mecanismo jurídico apto a regular o exercício do controle societário.

O controle obtido por meio de acordo de acionistas pode ser majoritário ou minoritário. Considera-se como controle majoritário, quando o acordo convergir direitos de voto que, em conjunto, representem mais da metade do capital votante. O acordo vincula um bloco de sócios, cuja união almeja um controle compartilhado. Carvalhosa exemplifica esta ocasião com a de um grupo de acionistas que deseja formar a maioria dos votos na assembleia geral.³⁹⁸

Segundo Requião o controle minoritário ocorre quando os acionistas obtêm, em conjunto, um percentual de ações suficiente para o seu exercício, embora inferior à metade das ações votantes. Apesar de a participação dos celebrantes não constituir a maioria, possibilita-lhes o comando de algumas matérias da sociedade.³⁹⁹ Carvalhosa comenta que nas companhias com controle minoritário existe um grupo minoritário com os votos vinculados por acordos de acionistas diante de uma maioria inerte e sem interesse no exercício dos seus direitos políticos⁴⁰⁰.

O acordo de voto pode servir para o reforço de um bloco controlador. Nessa situação o grupo controlador permite a entrada no bloco de um acionista minoritário relevante com o objetivo de fortalecer o acordo e manter o controle⁴⁰¹.

Carvalhosa comenta que

o controle exercido por acordo de acionistas, todos os seus participantes serão considerados controladores, tendo, assim, responsabilidade solidária perante os prejudicados. A ação de responsabilidade civil, desta forma, deverá ser proposta contra todos os acionistas participantes do acordo que

³⁹⁷ Art. 116 da Lei 6.404/1976.

³⁹⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 124.

³⁹⁹ REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial* (estudos e pareceres), op. cit., p. 107.

⁴⁰⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 125.

⁴⁰¹ Idem, *Ibidem*, p. 125.

responderão solidariamente pelos danos causados pela deliberação abusiva⁴⁰².

A deliberação abusiva, determinada pelo voto dos acionistas participantes do acordo, poderá afetar o patrimônio da sociedade. O art. 117 da Lei 6.404/1976 considera como modalidade de exercício abusivo de poder de controle a adoção de políticas que não tenham por fim o interesse da companhia.⁴⁰³ Ocorrendo o conflito, os acionistas controladores devem suspender os efeitos do acordo no que se refere às matérias em votação, deliberando em conformidade com o interesse social.

O poder de controle pode decorrer de um acordo de acionistas celebrado entre titulares de ações com direito de voto que permita alcançar a maioria dos votos na assembleia geral, passando a deter o poder decisório da companhia. O acordo de voto permite que acionistas trabalhem dentro dos liames do interesse social e vinculem seus votos na assembleia geral de acionistas para exercício do controle. Nesse sentido o acordo serve como instrumento determinante para este fim em companhias sem um controlador definido.

Gorga analisa o impacto dos acordos de acionistas nos direitos de voto e de controle de 65 companhias listadas no segmento Novo Mercado, sem controlador definido.

O efeito do acordo de acionistas na concentração dos votos faz com que o número de companhias sem controlador definido diminua. A autora afirma que ãem 65 companhias sem controlador definido, ao se considerar o acordo de voto, altera-se para 45 companhias. 20 companhias com uma propriedade difusa torna-se companhias com um controlador definido

⁴⁰² CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 128.

⁴⁰³ Art. 117 da Lei 6.404/1976. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1.º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art.170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

quando o votos vinculados ao acordo são considerados⁴⁰⁴. O maior acionista, nessas 20 companhias, detém 28,06% dos direitos de voto não levando em consideração a existência de um acordo de acionistas. No entanto, quando se considera os votos vinculados no acordo, o bloco de controle detém 65,27% dos direitos de voto nessas 20 companhias. A autora defende que o acordo tem um profundo efeito na concentração dos direitos de voto e controle no Brasil.

Gorga conclui que

os acordos de acionistas impactam a propriedade e o controle nas companhias brasileiras. Eles funcionam como um substituto para compartilhar o controle quando os acionistas têm a propriedade e controle mais dispersos. Eles providenciam a concentração dos votos e coordenam um modelo de controle compartilhado entre alguns acionistas. Portanto, o acordo pode ser um elemento chave para organizar os interesses de importantes acionistas, fazendo que o controle, na prática, torne-se mais concentrado do que a participação acionária pode revelar⁴⁰⁵.

Em síntese, o acordo de acionistas pode ser usado como instrumento de concentração de votos para o exercício do controle. Tal fato ocorre em companhias com estrutura mais pulverizadas no mercado e sem um acionista controlador definido.

5.3.2 *Acordo de Bloqueio*

O contrato de bloqueio almeja limitar a liberdade de negociação das ações vinculadas ao acordo. Nesta modalidade de acordo de acionista, os o celebrantes obrigam-se a não vender suas ações sem a anuência ou sem a renúncia ao direito de preferência emitida pelos demais partes do acordo⁴⁰⁶.

⁴⁰⁴ GORGA, Érica: Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. op. cit. .p. 466.

⁴⁰⁵ Idem, ibid. p. 467.

⁴⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit. p. 141.

Segundo Sztajn, os acordos de bloqueio não interferem na condução dos negócios sociais. Eles criam regras e restrições para a disposição das ações pelos contraentes, visando basicamente à manutenção ou ao aumento de proporcionalidade acionária. Nesse tipo de acordo, o acionista que deseja vender suas ações deve notificar os demais, para que estes possam ou não adquiri-las, nas mesmas condições ofertadas por terceiros, dentro de um prazo determinado.⁴⁰⁷

De acordo com Carvalhosa, o acordo de bloqueio objetiva aumentar a eficácia do acordo de voto. O autor cita Pedrol e Maradiaga para enfatizar que os pactos de bloqueio constituem um complemento necessário ao acordo de voto. O bloqueio serve para limitar a transferência irrestrita dos votos gravados pelo acordo⁴⁰⁸.

Desta forma, para Carvalhosa o acordo de bloqueio é acessório ao acordo de voto. Nas palavras dele:

[...] na medida em que, restringindo a livre cessibilidade das ações ajustadas ao sufrágio, impedirá a resilição indireta da avença pelas partes, o que na maioria dos casos, retiraria a eficácia daquele ajuste, pela impossibilidade de os convenientes, desfalcados de suas ações, exercerem seus direitos de controle ou de minoria, na assembleia, na forma preestabelecida no pacto. Embora aí seja evidente o caráter acessório do acordo de bloqueio, tais acordos são considerados mistos, por submeterem os pactuantes à dupla restrição: a primeira sobre o exercício do voto e a segunda sobre a alienação das ações. Visa-se a permanência das partes, por meio das restrições estabelecidas no contrato⁴⁰⁹.

Carvalhosa comenta sobre a possibilidade de o acordo de bloqueio ser um contrato autônomo. Nesta possibilidade o contrato serve para restringir a entrada de terceiros no bloco controlador, ou, inclusive, para manter o equilíbrio de poder entre os signatários da avença⁴¹⁰.

Comparato comenta que as cláusulas restritivas de transferência e negociabilidade das ações fundamentam-se no objetivo de manter o controle acionário. Primeiramente, o objetivo é a não entrada no grupo controlador de sócios indesejáveis e, assim, assegurar a estrutura de administração e controle. Em alguns casos, segundo o autor, as cláusulas de bloqueio servem para conservar um controle familiar, ou para que as ações dispersas no mercado se

⁴⁰⁷ SZTAJN, Rachel. Acordo de acionistas, op. cit., p. 280.

⁴⁰⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 141.

⁴⁰⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 141.

⁴¹⁰ Idem, *ibidem*, p. 142.

concentrem em poucas mãos, ou para dar perenidade ao bloco controlador, ou, até mesmo, para dar confiança a sócios-investidores como garantia de estabilidade do poder de influência na companhia⁴¹¹.

No pacto de preferência, nas palavras de Comparato,

[...] estipula-se a obrigação para uma das partes fazer, preliminarmente, sua oferta de contrato definitivo à outra, se e quando se decidir pelo contrato definitivo, que não é, por conseguinte, obrigatório. Ademais, a parte beneficiária pela preferência só tem o direito a aceitar prioritariamente a oferta definitiva em igualdade de condições, o que supõe um concurso de interessados.⁴¹²

Neste tipo de acordo, as cláusulas de bloqueio podem vincular todas ou somente algumas ações, presentes ou futuras dos celebrantes do contrato⁴¹³. A parte que desejar vender suas ações devem informar os demais membros do acordo, a quantidade de ações alvo da venda, o preço e as condições da venda⁴¹⁴.

O acordo de preferência é uma prática usual para impedir a circulação de um bloco de ações. Este acordo institui que a parte interessada em vender suas ações deve informar ao beneficiário sua intenção. Duas obrigações surgem em um acordo de preferência: a obrigação de vender e a de preferir o beneficiário.⁴¹⁵

Em síntese, o acordo de bloqueio é o mecanismo jurídico para a perenidade do bloco controlador.

⁴¹¹ COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*, op. cit. p. 34.

⁴¹² COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios...*, op. cit., p. 229.

⁴¹³ MARTINS, Fran. *Comentários à Lei da SA*, op. cit., p. 123.

⁴¹⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*, op. cit., p. 149.

⁴¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios...*, op. cit. p. 229.

CAPÍTULO 6

METODOLOGIA E HIPÓTESE

No Brasil, a literatura acadêmica sobre fundos de PE/VC é ainda incipiente. Desta forma, acredita-se que este estudo pode contribuir para o melhor entendimento da indústria de fundos de PE/VC, sua influência e sua importância no contexto brasileiro.

Nesta seção, apresenta-se a hipótese de pesquisa e a metodologia utilizada.

6.1. Hipótese

O presente estudo analisa o controle societário nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC que realizaram IPO entre os anos de 2004 a 2008.

Lerner e Schoar entendem que em países do *civil law* os fundos de PE/VC buscam o controle mediante a participação acionária como forma de minimizar os baixos níveis de proteção ao investidor. Ademais, os autores indicam que o controle, nesses países, decorre tanto da participação majoritária quanto da maioria no conselho de administração⁴¹⁶. Se os resultados de Lerner e Schoar forem absolutos, os fundos de PE/VC, no Brasil, exercem o controle como acionistas majoritários para minimizar as consequências decorrentes dos baixos índices de proteção contratual e da qualidade do *enforcement* dos contratos.

Alguns estudos demonstram uma realidade diferente daquela proposta por Lerner e Schoar. Ribeiro entrevistou sete fundos de PE/VC em operação no Brasil com 122 transações. Em apenas um dos casos o fundo responde que investe em empresas somente quando adquire o

⁴¹⁶ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 120(1), pages 223-246, 2005.

controle. A maioria dos fundos, 86% da amostra, aceita investir como acionista minoritário desde que possua direitos de veto em matérias relevantes.⁴¹⁷

Carvalho, Furtado e Ribeiro realizam o primeiro censo da indústria de PE/VC no Brasil com dados de 2004. Os autores indicam que das 325 operações entre fundos de PE/VC e empreendedores no Brasil, somente em 21,2% os fundos informam que apenas ingressam em empresas com a maioria do capital votante.⁴¹⁸

Santos verifica as perspectivas dos gestores de fundos de PE/VC, diretamente envolvidos no processo de negociação dos acordos de fundos de PE/VC com as empresas investidas, sobre as limitações impostas pelo ambiente jurídico-institucional brasileiro. O autor testa a afirmação de que os fundos de PE/VC sempre preferem adquirir o controle com o objetivo de minimizar os riscos de conflito entre as partes. A maior parte da amostra (75%) discorda desta afirmação. O autor conclui que este resultado afirma que os gestores de fundos de PE/VC não estão dispostos a abrir mão de seus retornos para adquirir o controle e podem investir como acionistas minoritários⁴¹⁹.

Este desencontro de informações, exposto acima, revela uma oportunidade de pesquisa no cenário brasileiro. Entre 2004 e 2008, 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC realizaram IPO e mais de 80% dessas companhias ingressaram no segmento Novo Mercado, nível máximo de padrões de governança corporativa. Como o controle é exercido nessas companhias com investimentos de fundos de PE/VC? Os fundos investem como controladores através de participação majoritária ou utilizam de mecanismos jurídicos para participarem do controle?

Gorga evidencia que as companhias que ingressaram no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa possuem uma estrutura de capital mais dispersa. A autora observa a existência de companhias com o maior acionista detendo menos de 50% das ações com direito

⁴¹⁷ RIBEIRO, Cinthia. *Financial Contracting choices in Brazil: Does the Brazilian legal environment allow private equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies*. op. cit. p. 376.

⁴¹⁸ CARVALHO, Antonio Gledson; FURTADO, Claudio Vilar; RIBEIRO, Leonardo Lima. *A indústria de private equity e venture capital o primeiro censo brasileiro*. op. cit., p. 43.

⁴¹⁹ SANTOS, Luiz Alfredo Francisco: *Análise de contratos de private equity e venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP). Fundação Getúlio Vargas. Mestrado Profissional em Administração. 2008. p. 84.

a voto. Nessas situações este acionista vincula seus votos com outro acionista relevante por meio de um acordo de acionistas para obter o controle da sociedade. Gorga afirma que o acordo de acionistas, nessas companhias sem controlador definido, ãserve como instrumento para a obtenção do controle societário substituindo a participação acionária majoritáriaã, como determinante para a obtenção do controle.⁴²⁰

O presente estudo investiga o controle nas companhias com fundos de PE/VC listadas na BM&FBovespa, com o intuito de testar a hipótese de que nessas companhias o acordo de acionistas serve como substituto da participação acionária majoritária para a obtenção do controle, regulando o exercício do controle compartilhado.

6.1.1. Limitação da pesquisa

Antes de seguir na apresentação da metodologia e análise dos resultados é importante apresentar uma limitação da presente pesquisa.

Esta pesquisa não consegue discutir diretamente o trabalho de Lerner e Schoar ⁴²¹, pois estes autores direcionam as suas análises para um momento anterior à saída do investimento dos fundos de PE/VC. Em outras palavras, Lerner e Schoar concentram-se no momento em que os fundos de PE/VC ingressam na empresa, enquanto o presente estudo analisa o momento em que os fundos de PE/VC saem da empresa. Entretanto, esta dissertação tem a pesquisa de Lerner e Schoar como um *benchmark* em virtude a uma singularidade da indústria de PE/VC no Brasil.

Ressalta que as ofertas públicas iniciais de ações das companhias com investimentos de fundos de PE/VC possuem uma particularidade no Brasil. Uma análise das 38 IPOs de companhias com investimentos de fundos de PE/VC revela que os fundos permanecem na estrutura de propriedade da companhia mesmo após a abertura de capital. Tal singularidade atesta que a IPO é uma estratégia de saída parcial para os fundos de PE/VC no Brasil. Diante

⁴²⁰ GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. op. cit., p. 467.

⁴²¹ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 120(1), pages 223-246, 2005.

da permanência dos fundos de PE/VC nas companhias após a IPO, esta dissertação analisa a participação desses fundos de PE/VC no controle societário das companhias quando elas se tornam públicas.

A análise do controle societário das companhias com investimentos de fundos de PE/VC no pós-IPO permite testar a hipótese desta dissertação que consiste em entender se o acordo de acionistas serve como substituto da participação acionária majoritária para a obtenção do controle, regulando o exercício do controle compartilhado.

6.2. Metodologia e Características da Amostra

Este trabalho analisa o controle societário nas companhias com fundos de PE/VC listadas na Bolsa de Valores entre os anos de 2004 a 2008. Neste período ocorreram 110 ofertas públicas iniciais de ações, e em 38 companhias havia fundos de PE/VC em sua estrutura.⁴²²

No intuito de averiguar o controle societário nas 38 companhias com investimento de PE/VC, a metodologia se divide em cinco etapas sucessivas: 1) identificação das companhias com fundos de PE/VC em sua estrutura; 2) identificação das companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido; 3) identificação da existência de acordos de acionistas nas companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido; 4) verificação se os acordos vinculam mais de 50% dos direitos de voto nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC sem controlador definido e identificação do controle compartilhado; e 5) identificação do tipo de acordo de acionistas utilizado.

A primeira etapa consiste em identificar a quantidade de companhias com fundos de PE/VC como acionistas no momento da IPO. A definição de fundos de PE/VC segue aquela utilizada no 1.º Censo da Indústria de PE/VC no Brasil do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getulio Vargas (GVcepe). Segundo os responsáveis pelo censo, fundos de PE/VC são uma modalidade de fundo de investimento que reúne recursos de dois

⁴²² Dados de 31 de dezembro de 2008. A lista completa com as 110 companhias encontra-se no anexo 1 deste trabalho.

ou mais investidores para aportes de longo prazo com a finalidade de comprar participação acionária na forma de ações, debêntures conversíveis ou outros valores mobiliários.⁴²³

De acordo com o citado Centro de Estudos, para ser considerado um fundo de PE/VC ele deve possuir as seguintes características: 1) aportes realizados em forma de participação acionária; 2) investir em empresas que apresentem baixa liquidez; 3) ser um investidor ativo. Os gestores do fundo devem participar da gestão estratégica e do monitoramento das empresas que investem; 4) ter expectativa de saída do investimento com a venda de participação acionária; e 5) liquidar o fundo em prazo determinado no regulamento.⁴²⁴

Utiliza-se, neste trabalho, a classificação dos fundos de PE/VC conforme a classificação do 1º Censo da Indústria realizado pelo GVcepe. Segundo o 1º Censo, consideram-se as seguintes estruturas como fundos de PE/VC: 1) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, FMIEE; 2) Fundos de Investimento em Participação, FIP; 3) sociedades estrangeiras no formato de *Limited Partnerships*; e 4) sociedades estrangeiras no formato *Limited Liability Company* (LLC)⁴²⁵.

Analisou-se a estrutura de propriedade das 110 companhias que realizaram IPO entre janeiro de 2004 e dezembro de 2008, por meio das informações contidas em seus prospectos definitivos de distribuição pública de ações. O prospecto é o documento que contém os dados básicos sobre a companhia emissora com informações societárias e relativas ao empreendimento, incluindo a participação acionária.⁴²⁶ Neste documento, a companhia informa quais acionistas possuem diretamente ou indiretamente 5% ou mais de suas ações votantes.⁴²⁷ A partir dessas informações, verificou-se quantas companhias possuem fundos de PE/VC em sua estrutura.

Averiguou-se que em 38 companhias existiam fundos de PE/VC como acionistas. As companhias são: Natura Cosméticos, Gol Linhas Aéreas Inteligentes, América Latina

⁴²³ CARVALHO, Antonio G.; FURTADO, Cláudio V.; RIBEIRO, Leonardo. *A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*, p. 19.

⁴²⁴ Idem, ibidem, p. 21.

⁴²⁵ CARVALHO, Antonio G.; FURTADO, Cláudio V.; RIBEIRO, Leonardo. *A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*, p. 22-23.

⁴²⁶ Art. 18 da Instrução CVM 13/1980. "Prospecto é o documento que contém os dados básicos sobre a companhia emissora, ou a que estiver sendo constituída, e a distribuição, devendo consubstanciar as informações previstas no anexo I desta Instrução, bem como o relatório da administração e demonstrações financeiras, com o respectivo parecer dos auditores independentes, relativas ao último exercício encerrado, a última atualização anual as trimestrais subsequentes, além de outros fatos relevantes."

⁴²⁷ Instrução CVM 358/2002, art. 12.

Logística (ALL), CPFL Energia, Diagnósticos da América (DASA), Submarino (atual B2W Varejo), Localiza Rent a Car, TAM, Universo Online (UOL), Vivax, Gafisa, Totvs, Equatorial Energia, CSU Cardsystem, Brasilagro, Lupatech, Odontoprev, Dufry South America, PDG Realty Empreendimentos e Participações, Anhanguera Educacional, Even Construtora e Incorporadora, BR Malls Participações, Fertilizantes Heringer, Bematech, Cremer, Inpar, MRV Engenharia e Participações, Springs Global Participações, Cia. Providência, BM&F, Hypermarchas, Le Lis Blanc, Metal Frio, Satipel, CR2, BrBrookers, Tenda e Tempo. Observa-se que 32 destas companhias (84%) realizaram IPO ingressando no segmento Novo Mercado, 5 companhias listaram-se no Nível 2 e 1 companhia emitiu BDRs.

Para dar continuidade à análise desta dissertação, excluem-se as companhias sem fundos de PE/VC em sua estrutura. Assim, segue-se a investigação com as 38 companhias citadas no parágrafo acima.

A segunda etapa desta pesquisa consiste na identificação das companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido. Analisa-se a estrutura de propriedade das companhias com investimentos de fundos de PE/VC segundo informações do IAN entregues à CVM referentes ao ano da IPO de cada companhia. O IAN deve ser entregue anualmente, cinco meses depois do final do exercício social⁴²⁸. A companhia deve disponibilizar as informações sobre o ano anterior⁴²⁹. O IAN é uma informação pública e pode ser acessado no sítio eletrônico da CVM e da BM&FBovespa. Ademais, a CVM requer que a companhia informe quais acionistas possuem direta ou indiretamente 5% ou mais da propriedade acionária⁴³⁰. Este dado permite descobrir a identidade dos acionistas e avaliar se a companhia possui ou não um controlador definido.

Para os objetivos deste trabalho, considera-se como companhia com controlador definido quando a companhia apresenta um único acionista detentor de mais de 50% das ações com direito a voto⁴³¹. A companhia será considerada sem controlador definido se o maior

⁴²⁸ No ano de 2010 o IAN deixou de ser utilizado dando lugar ao formulário de referencia. Maiores informações, ver Instrução 480 da CVM.

⁴²⁹ Instrução 202 da CVM, art. 16, IV, alínea ã e ö.

⁴³⁰ Instrução 358 da CVM, art 12

⁴³¹ Esta dissertação segue o corte metodológico da pesquisa de Gorga, supra nota 23, para definir o controle quando um acionista possui mais de 50% das ações com direito a voto. No entanto, um acionista ou grupo de acionistas pode ser o controlador da companhia com menos de 50% dos votos. Isso dependerá da participação acionária dos demais acionistas destas companhias e de uma análise, caso a caso, das companhias sem controlador definido. Ver maiores detalhes quanto a definição de controle societário segundo a Lei 6.404/1976 na seção 4.2.1. desta dissertação.

acionista detiver menos de 50% das ações com direito a voto. Diante dessa classificação, dividiram-se as 38 companhias em dois grupos: companhias com controlador definido e companhias sem o controlador definido.

Verificou-se que somente em 7 companhias (18%) há a presença de um acionista controlador. As empresas são: 1) TAM, 2) GOL, 3) Equatorial Energia, 4) Universo Online, 5) Anhanguera Educacional, 6) Springs Global Participações, e 7) Satipel.

Por seu turno, em 31 companhias (82%) não há um controlador definido segundo os dados do IAN de cada companhia referente ao ano da abertura de capital. As 31 companhias com investimento de fundos de PE/VC sem acionista controlador após a oferta pública inicial de ações são: 1) Natura Cosméticos; 2) América Latina Logística; 3) CPFL Energia; 4) Diagnósticos da América; 5) Submarino; 6) Localiza Rent a Car; 7) Vivax; 8) Gafisa; 9) Totvs; 10) CSU Cardsystem; 11) Brasilagro; 12) Lupatech; 13) Tempo; 14) Odontoprev; 15) PDG Realty Empreendimentos e Participações; 16) Anhanguera Educacional; 17) Even Construtora e Incorporadora; 18) BR Malls Participações; 19) Bematech; 20) Cremer; 21) Inpar; 22) MRV Engenharia e Participações; 23) Cia Providência; 24) BM&F; 25) Hypermarchas; 26) Le Lis Blanc; 27) Metal Frio; 28) CR2; 29) BrBrookers; 30) Tempo; e 31) Tenda.

Esta pesquisa entende que a investigação, somente das companhias sem controlador definido, pode revelar uma característica importante das companhias com investimento de fundos de PE/VC da amostra. Nas situações em que uma companhia não apresenta um controlador definido é necessária a utilização, por um grupo de sócios de mecanismos contratuais, como o acordo de acionistas, para garantir o controle da companhia, ou seja, acredita-se que nessa companhia pode existir um controle compartilhado.

Desta forma, o acordo de acionista serve como mecanismo para garantir o controle societário. Segundo esta pesquisa, as companhias, sem controlador definido, possuem a característica de ter o maior acionista com menos de 50% das ações com direito a voto. Tal situação requer a utilização de acordos de acionistas para regular o exercício do direito de voto e, consequentemente, o controle da empresa. Assim, a análise dessas companhias pode revelar uma característica chave do controle societário das companhias com investimentos de fundos de PE/VC. O exame dessas companhias serve para testar a hipótese do controle compartilhado entre fundos e outro acionista com propriedade relevante.

A terceira etapa identifica a existência de acordos de acionistas nas companhias com fundos de PE/VC sem controlador definido. Coletou-se os acordos de acionistas no sítio eletrônico da CVM. Analisa-se somente os acordos de acionistas vigentes no ano da abertura de capital. Ademais, verificou-se a participação ou não dos fundos de PE/VC no acordo. Averiguou-se que somente em 1 das 31 companhias com investimentos de fundos de PE/VC sem controlador definido não havia acordo de acionista. Já em 30 companhias, o acordo existia e era vigente no ano da IPO de cada companhia.

A quarta etapa da metodologia verifica se os acordos dessas 30 companhias com investimentos de fundos de PE/VC sem controlador definido vinculam mais de 50% dos direitos de voto. Esta etapa permite analisar se nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC o acordo de acionistas serve como substituto da participação acionária para a obtenção do controle regulando, o exercício do controle compartilhado. Após a análise da quantidade de votos vinculados pelo acordo, a companhia tem um controle compartilhado quando um grupo de acionistas forma um bloco de controle com a vinculação de mais de 50% dos direitos de voto assegurados pelo acordo de acionistas.

Considerando os votos vinculados no acordo de acionistas das 30 companhias analisadas, observa-se que somente 3 companhias continuam sem um controle definido. Já em 27 companhias (71%) o acordo de acionistas tem o efeito de promover o controle compartilhado nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC⁴³². Ademais, o acordo de acionistas serve como substituto à participação acionária majoritária na obtenção do controle. Dessas 27 companhias, 1 está listada no Nível 2 e 1 é emissora de BDRs. As outras 25 companhias são companhias listadas no segmento Novo Mercado.

A quinta e última etapa classifica o tipo dos acordos de acionistas das companhias com investimento de fundos de PE/VC sem controlador definido. Os acordos foram classificados, seguindo o art. 118 da Lei 6.404/1976, em: 1) acordo de voto; 2) acordo de controle; 3) acordo de compra e venda de ações; 4) acordo de preferência. A amostra consiste, portanto, dos 30 acordos de acionistas das companhias sem controlador definido. O objetivo é verificar se o acordo de acionistas serve como um mecanismo substituto na obtenção do controle.

⁴³² O percentual deste resultado (71%) é calculado tendo como referencial o número total de companhias com investimento de fundos de PE/VC (38 companhias). Desta forma, a análise permite verificar ou não se o controle compartilhado ocorre na maioria do universo total da amostra.

Após essas 5 etapas, expostas nos parágrafos anteriores, concretiza-se o teste da hipótese deste trabalho. Em 27 de 38 companhias (71%) há o controle compartilhado e o acordo de acionistas serve como mecanismo substituto para a obtenção do controle nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC.

CAPÍTULO 7

O CONTROLE SOCIETÁRIO NAS COMPANHIAS COM INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY*

Este capítulo apresenta os resultados e contribuições desta dissertação. Analisa-se o controle societário nas companhias com investimento de fundos de PE/VC listadas na BM&FBovespa que realizaram IPO entre os anos de 2004 a 2008.

Observa-se a concretização do objetivo desse trabalho em dois momentos. Primeiramente, na análise da função do acordo de acionistas como substituto para a formação e obtenção de um controle compartilhado. Em seguida, na investigação dos tipos de acordo de acionistas existentes na amostra.

7.1. Controle Compartilhado assegurado por Acordo de Acionistas

Esta seção analisa o efeito dos acordos de acionistas no controle das sociedades com investimento de fundos de PE/VC. Lerner e Schoar⁴³³ entendem que em países como o Brasil, os fundos de PE/VC investem como acionistas majoritários no intuito de fugir dos baixos índices de proteção aos investidores e expropriação dos direitos dos acionistas minoritários⁴³⁴.

Assim sendo, o problema de pesquisa consiste em investigar se os fundos de PE/VC de fato ingressam no controle das sociedades através de participação majoritária. Este trabalho testa a

⁴³³ LERNER, Josh e SCHOAR, Antoinette: Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 120(1), pages 223-246, 2005.

⁴³⁴ Ver a limitação da pesquisa na seção 6.1.1.

hipótese de que o acordo de acionistas serve como um substituto para os fundos de PE/VC para obtenção do controle. A utilização de acordo de acionistas para regular o controle, denota a existência de um controle compartilhado entre os fundos de PE/VC e outros acionistas com propriedade relevante.

A primeira constatação consiste na quantidade de companhias com um acionista controlador definido. Para este trabalho, o acionista controlador é aquele que detém mais de 50% das ações com direito a voto na companhia. A tabela 6 apresenta os resultados obtidos. Observa-se que entre as 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC existem, somente, 7 companhias com um acionista controlador definido (18% das companhias). Este acionista detém, em média, 63% dos direitos de voto na companhia.

No entanto, em 3 dessas 7 companhias o fundo de PE/VC não é o acionista controlador e, sim, um acionista minoritário. Nessas companhias o controle é detido por outro acionista diferente do fundo de capital de risco. As companhias são: TAM, GOL e UOL.

Por outro lado, observa-se que em 4 casos os fundos de PE/VC são controladores com mais de 50% das ações com direito a voto, em outras palavras, de uma amostra de 38 companhias com investimentos de fundo de PE/VC, apenas 4 apresentam controle definido por participação acionária exercido por um fundo de PE/VC. Diante disso, nota-se que não se pode afirmar, a partir dos dados analisados, que a hipótese de Lerner e Schoar se comprova no Brasil. Os fundos de PE/VC não necessariamente obtêm o controle através de participação acionária majoritária como forma de fuga dos baixos índices de proteção ao investidor, como afirmados por Lerner e Schoar.

Verifica-se que em 31 companhias (82% da amostra) não existe um acionista controlador definido. Nessas companhias, o maior acionista possui 27% do capital votante, em média. O segundo e o terceiro maior acionista possuem 19% e 15%, respectivamente. Nessas companhias sem controlador definido, um grupo de acionistas pode vincular seus direitos de voto através de um acordo de acionistas e, assim, criar um bloco de controle.

Tabela 6
Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC

Companhias com um controlador definido (7)		Companhias sem um controlador definido (31)		Total da amostra (38)	
Acionista	capital votante (média)	Acionista	Capital votante (média)	Acionista	Capital votante (média)
Maior acionista	63%	Maior acionista	27%	Maior acionista	36%

Fonte: Cálculos do autor baseados nos IANs de cada companhia do ano que elas realizaram o IPO

Em seguida, analisa-se o controle somente nas companhias sem um controlador definido. O objetivo é verificar o efeito do acordo de acionistas nessas companhias. Existem evidências da utilização de acordos de acionistas para a formação de um bloco de controle em companhias sem um controlador definido. No presente trabalho, identifica-se que em 30 companhias sem controlador definido (79%) existe um acordo de acionistas vigente no ano da abertura de capital e em somente 1 caso não existe um acordo de acionistas.

Investiga-se o percentual de votos que esses acordos vinculam. Nota-se que os acordos de acionistas criam um bloco de controle em 27 companhias (71% de 38 companhias). O bloco de controle consiste na vinculação de votos entre acionistas com propriedade acionária relevante que concentra mais de 50% dos direitos de voto na sociedade. A formação de um bloco de controle possibilita a existência de um controle compartilhado entre acionistas para influenciar as atividades sociais quando a propriedade encontra-se dispersa.

Desta forma, o acordo de acionistas tem o efeito, nessas 27 companhias de concentrar os direitos de voto e constituir um controle compartilhado. A tabela 7 apresenta a análise do controle considerando os votos vinculados pelo acordo de acionistas. Antes de considerar o acordo, o maior acionista dessas 27 companhias, possuía, em média, 24% dos direitos de voto. Quando se considera o acordo de acionistas, a participação do grupo controlador cresce para 57% dos direitos de voto.

Tabela 7

Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC que alteraram o controle ao se analisar os votos vinculados pelo acordo de acionistas.

Companhias que alteraram para companhias com controlador considerando os votos vinculados pelo acordo de acionistas (27)		
Acionista	Capital votante não considerando o acordo de acionistas	Capital votante considerando o acordo de acionistas
Maior bloco de acionista	24%	57%

Fonte: Cálculos do autor baseados nos IANs de cada companhia do ano que elas realizaram o IPO

Esta análise apresenta que a maioria das companhias com investimentos de fundos de PE/VC possui um controle compartilhado assegurado por acordo de acionistas. Também permite concluir que o acordo atua, nessas companhias, como substituto da participação acionária para a obtenção do controle e permite a comprovação da hipótese deste trabalho.

A tabela 8, abaixo, consolida os dados da participação acionária considerando os votos vinculados pelo acordo de acionistas. Somente em 4 companhias o acordo de acionistas não forma um bloco de controle considerando os votos vinculados pelo acordo. Nessas companhias o acordo vincula, em média, 42% do capital votante. As companhias com controlador definido, considerando o acordo cresceram para 34 companhias com a participação de 77% dos votos, em média.

Tabela 8

Participação direta nas companhias com investimento de fundos de PE/VC considerando os votos vinculados pelo acordo de acionistas

Companhias com um controlador definido incorporando os votos vinculados no acordo de acionistas (34)		Companhias sem um controlador definido levando em consideração a existência de acordo de acionistas (4)		Total da amostra incorporando os votos vinculados no acordo de acionistas (38)	
Acionista	Capital votante (média)	Acionista	Capital votante (média)	Acionista	Capital votante (média)
Maior bloco de acionista	77%	Maior bloco de acionista	42%	Maior bloco de acionista	73%

Fonte: Cálculos do autor baseados nos IANs de cada companhia do ano que elas realizaram o IPO

Entre os anos de 2004 a 2008, 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC abriram o capital na BM&FBovespa. Este trabalho apresenta a inexistência de um controlador definido em 31 companhias com investimento de fundos de PE/VC. Nota-se que em 27 das companhias (71%) sem controlador definido existe um acordo de acionistas servindo como instrumento para a formação de um controle compartilhado. Este instrumento permite que acionistas com menos de 50% dos direitos de voto celebrem um contrato para controlar as atividades sociais da companhia.

Esta análise mostra que, nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC, o acordo de acionistas é um substituto da participação acionária majoritária para a obtenção do controle, servindo como um importante mecanismo para coordenação do controle societário nessas companhias.

Lerner e Schoar argumentam que em países como o Brasil, os fundos de PE/VC tomam ao controle das companhias através da participação majoritária nas companhias. Segundo os autores, esta racionalidade decorre dos baixos índices de proteção aos acionistas minoritários que países do *civil law* possuem. Na presente dissertação demonstra-se que os fundos de PE/VC nas companhias que abriram o capital entre 2004 e 2008 na BM&FBovespa, não exercem o controle societário sendo acionistas majoritários, mas, através da celebração de um acordo de acionistas para a formação de um bloco de controle. O acordo consiste, portanto, em um mecanismo que substitui a participação acionária majoritária para o exercício do controle.

7.2. Tipos de Acordos de Acionistas

O artigo 118 da lei 6.404/1976 estabelece que os acordos de acionistas tem como objeto a compra e venda de ações, a preferência em adquiri-las, o exercício do voto e o controle ⁴³⁵. Entretanto, um acordo de acionista pode versar simultaneamente sobre mais de um desses

⁴³⁵ Art. 118 da Lei 6.404/1976

objetos. Ademais, a doutrina afirma que o acordo de acionistas pode ter como objeto outras temáticas além daquelas expostas no artigo 118 da lei 6.404/1976⁴³⁶.

Nesta seção, verifica-se o tipo dos acordos utilizados nas 30 companhias com investimento de fundos de PE/VC que não possuem controlador definido e vigentes no ano da abertura de capital. A presença acordos tende a produzir maiores efeitos nas praticas governança corporativa dessas companhias.

A amostra consiste em 30 acordos de acionistas de companhias com investimentos de fundos de PE/VC sem controlador definido vigentes no ano da abertura de capital de cada companhia.

Os acordos foram divididos como: 1) acordo de compra e venda de ações; 2) acordo de preferência; 3) acordo de voto; e 4) acordo de controle.

Verifica-se que, aproximadamente, 97% dos acordos são considerados mistos, pois estes acordos, ao mesmo tempo, disciplinam mais de uma temática entre os acionistas. A companhia MRV⁴³⁷ recebeu investimentos do fundo *Autonomy Capital Fund LP*, um fundo de PE/VC estrangeiro com sede em *Cayman*, com participação de 11% do capital votante, segundo o IAN do ano de 2007. O acordo desta companhia, celebrado por 7 acionistas, vincula 63% das ações com direito a voto. As cláusulas do acordo dispõem sobre a compra e venda de ações, exercício do controle e direito de voto. Este é um exemplo de como um acordo de acionistas pode regular diversos aspectos.

⁴³⁶ COMPARATO, Fábio Konder: *O poder de controle nas sociedades anônimas*, op. cit. p. 43; e CARVALHOSA, Modesto: *Acordo de Acionistas*, op. cit. p. 123.

⁴³⁷ MRV (MRVE3) a maior incorporadora e construtora brasileira no segmento de empreendimentos residenciais populares em número de unidades incorporadas e cidades atendidas. A Companhia possui 30 anos de atuação com foco nas classes populares. A larga experiência e estrutura operacional da Companhia lhe permitem combinar uma atuação voltada para o segmento de empreendimentos residenciais populares com a obtenção de altas margens. A linha de produtos da MRV é padronizada. Em todas as cidades onde atua, a Companhia foca no desenvolvimento em três produtos direcionados para as classes populares: Linha Parque (área útil de 40 a 55 m2 e preço máximo de venda de aproximadamente R\$100,0 mil por Unidade); Linha Spazio (área útil de 42 a 70 m2 e preço de venda entre R\$70,0 mil e R\$140,0 mil por Unidade); e Linha Village (área útil de 70 a 120 m2 e preço de venda por Unidade entre R\$100,0 mil e R\$300,0 mil). Acredita-se que com esse modelo a MRV obtém escala industrial de produção, o que lhe proporciona elevado grau de especialização de processos, baixo custo de produção e qualidade diferenciada no segmento em que atua.

A tabela 9 apresenta o tipo dos acordos das 30 companhias. Observa-se que em 29 companhias os acordos são mistos, pois regulam diferentes temáticas em um mesmo instrumento.

Em 15 companhias (50%) encontram-se acordos que regulam o exercício do controle, o direito de voto, a compra e venda de ações e a preferência para adquiri-las. Em 6 companhias (20%) o acordo regula a compra e venda de ações, o direito de voto e o exercício do controle. Em 4 companhias (13%) o acordo regula o direito de preferência para adquirir ações, o direito de voto e o exercício do controle. Em 1 companhia o acordo regula a preferência e o direito de voto. Em 1 outra companhia o pacto disciplina a compra e venda, a preferência e o direito de voto. Somente em 1 companhia o acordo regula a compra e venda de ações exclusivamente e em duas companhias o acordo disciplina o direito de voto e controle.

Verifica-se que em 27 companhias (87%) os acordos disciplinam o exercício do direito de voto e o controle. O presente trabalho define como acordo de controle aquele em que há a vinculação de mais de 50% do capital votante. A companhia Hypermarchas⁴³⁸, por exemplo, recebeu recursos do fundo GPCP4 Fundo de Investimento em Participações. No ano da IPO, o fundo detinha 6,63% do capital social da companhia Hypermarchas, segundo dados do IAN referente ao ano de 2008. O acordo disciplina que como cada acionista era titular, individualmente, de menos de 50% do capital social da companhia, os acionistas concordaram em votar sempre como um bloco, exercendo conjuntamente o controle da companhia.

Podem existir casos em que o acordo vincule menos de 50% dos votos e, mesmo assim, o bloco de acionistas consiga exercer o controle. Nessas situações, determina-se o controle a partir da análise, caso a caso, da participação acionária dos demais sócios da companhia. Apesar dessa possibilidade, esta pesquisa, para manter uma coerência metodológica, define o

⁴³⁸ A companhia Hypermarchas (HYPE3) é a empresa que possui o mais completo portfólio de marcas do Brasil, com capital de origem brasileira, considerando conjuntamente os segmentos de mercado em que atua. A Companhia atua em quatro linhas de negócios, desenvolvendo, produzindo e comercializando produtos que fazem parte de um amplo e reconhecido portfólio de marcas: Higiene e Limpeza: e.g. Assolan e Mat Inset; Alimentos: e.g. Etti, Salsaretti, Finn e Zero Cal; Beleza e Higiene Pessoal: e.g. Monange, Paixão, Cenoura & Bronze, Avanço, Rastro, Três Marchand e Éh!; e Medicamentos Isentos de Prescrição Médica (OTC): e.g. Apracur, Atroveran, Benegrip, Biotônico Fontoura, Doril, Engov, Epocler, Estomazil, Gelol, Lactopurga, Melhoral e Merthiolate. Em 2008 a Hypermarchas foi investida pela GP investimentos. Maiores informações em <<http://www.hypermarcas.com.br/ri>>.

controle somente nas hipóteses de um acionista ou bloco de acionista com mais de 50% das ações com direito a voto.

Somente em 3 companhias o acordo não disciplina o controle. Nessas companhias o acordo disciplina o exercício do voto. Esses acordos não são considerados acordos de controle. A companhia Odontoprev⁴³⁹ tem, por exemplo, investimentos do fundo TMG. O fundo detinha no ano da IPO 14% dos votos e o acordo vincula 33,99% das ações. O acordo disciplina o exercício do voto em conjunto e a preferência para adquirir ações. Apesar do acordo vincular a maioria dos votos (33,99% das ações), segundo dados do IAN de 2007, ele não é classificado como acordo de controle porque não vincula mais de 50% das ações votantes.

Em 7 companhias o acordo disciplina o controle apesar de não haver uma menção expressa quanto ao exercício do controle. A companhia BRMalls⁴⁴⁰, por exemplo, tem acordo de acionistas que regula 51% dos direitos de voto. O texto do acordo disciplina a compra e venda de ações e o direito do voto expressamente. Os celebrantes estipulam que devem realizar uma reunião prévia para estabelecer a estratégia de voto, com o intuito de que as partes estudassem as estratégias usadas para o exercício do voto. As reuniões prévias vinculam todos os votos dos signatários unidos por acordo de acionistas, seja na assembleia geral ou no conselho de administração. Apesar de não haver expressa menção no instrumento, este acordo é classificado como acordo de controle, porque vincula mais de 50% das ações com direito a voto.

A tabela 7 apresenta a classificação dos acordos de acionistas das 30 companhias. Verifica-se que em 27 de 30 companhias o acordo de acionistas disciplina o controle. Ou seja, a maioria das companhias sem controlador definido adota acordos de acionistas para exercer o controle e voto como instrumento substituto à participação acionária.

⁴³⁹ A Odontoprev é a maior operadora de planos odontológicos do Brasil. Ao final do 1º trimestre de 2010, a companhia contava com 4.206.278 associados. A empresa desenvolve planos odontológicos personalizados, destinados a uma ampla variedade de clientes corporativos e associações. Maiores informações, ver em <http://www.odontoprev.com.br/ri/>

⁴⁴⁰ A BRMALLS é a maior empresa integrada de shopping centers do Brasil, com participação em 35 shoppings. A empresa é especializada na administração de *Shopping Centers próprios*, de *Shopping Centers* de terceiros, de centros comerciais e centros empresariais. Ela possui experiência na gestão de tais empreendimentos comerciais com seus diversos perfis, porte, localização e estágios de maturação. Atualmente, a BRMalls é responsável pela administração de 23 Shopping Centers nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Amazonas, Ceará Santa Catarina e Mato Grosso. Maiores informações, ver em: <http://brmalls.riweb.com.br/>

Tabela 9

Tipos de acordos de acionistas das companhias com investimento de fundos de PE/VC sem controlador definido.

--	--	Tipos de Acordo			
Quant. de compa-nhias	Companhias	Compra e venda de ações	Preferência em adquirir ações	Direito de Voto	Exercício do Controle
6	Brmalls	xx		xx	xx
	Hypermarcas	xx		xx	xx
	MRV	xx		xx	xx
	Totvs	xx		xx	xx
	Dasa	xx		xx	xx
	Lupatech	xx		xx	xx
15	Bematech	xx	xx	xx	xx
	Brasil Agro	xx	xx	xx	xx
	Even	xx	xx	xx	xx
	Gafisa	xx	xx	xx	xx
	Localiza	xx	xx	xx	xx
	PDG	xx	xx	xx	xx
	Submarino	xx	xx	xx	xx
	CR2	xx	xx	xx	xx
	Tempo	xx	xx	xx	xx
	BrBrookers	xx	xx	xx	xx
	Le lis Blanc	xx	xx	xx	xx
	Providência	xx	xx	xx	xx
	Vivax	xx	xx	xx	xx
	Dufry	xx	xx	xx	xx
	Natura	xx	xx	xx	xx
4	All		xx	xx	xx
	CPFL		xx	xx	xx
	CSU		xx	xx	xx
	Heringer		xx	xx	xx
1	Odontoprev		xx	xx	
1	BM&F	xx			
2	Tenda			xx	xx
	Cremer			xx	xx
1	Inpar	xx	xx	xx	

Fonte: Elaboração do autor.

CONCLUSÕES

Este trabalho analisa o controle societário nas companhias com investimento de fundos de PE/VC. Analisou-se o modo como é exercido o controle nas 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC que realizaram IPO entre os anos de 2004 a 2008.

Os resultados demonstram que em 7 companhias (18,42%), o controle é adquirido por participação majoritária superior a 50% dos direitos de voto. A hipótese de Lerner e Schoar de que os fundos de PE/VC investem como majoritários em países com o Brasil não se aplica em 31 companhias com investimentos de fundos de PE/VC que realizaram a IPO entre os anos de 2004 a 2008, ou seja, na maioria das companhias com investimentos de fundos de PE/VC o controle é exercido por outro mecanismo que não seja a participação acionária majoritária.

Na maior parte da amostra, 31 companhias (81,57%), não existe um controlador definido. Verifica-se a utilização do acordo de acionistas em 30 dessas companhias. Ou seja, uma única companhia (2,63%) não tem um acordo de acionista e a companhia permanece sem controlador definido. Já em 3 companhias (7,89%) sem controlador definido o acordo de acionistas não promove o controle. Nessas companhias o acordo disciplina o exercício do voto, porém, não assegura o controle pois não vincula mais de 50% dos direitos de voto. Com esses resultados, percebe-se que em 4 do total de 38 companhias não existe um controlador definido.

Ademais, nota-se que a maioria das companhias sem controlador definido tem um acordo de acionistas vigente no ano da IPO. Em 27 companhias (71%) sem controlador definido o acordo de acionistas serve como instrumento para a concentração dos direitos de voto e formação de um controle compartilhado.

Em síntese, o controle nas 38 companhias com investimentos de fundos de PE/VC divide-se da seguinte forma: 27 companhias (71,05%) têm um controle compartilhado assegurado por acordo de acionistas; 7 companhias (18,42%) têm um controlador definido por participação acionária majoritária; e 4 companhias (10,52%) não têm um controlador definido.

O acordo serve como mecanismo de concentração de votos em companhias sem um controlador definido. Ademais, este instrumento permite que acionistas com menos de 50% das ações com direito a voto possam obter o controle compartilhado com a vinculação dos direitos de voto. Esta análise mostra que nas companhias com investimentos de fundos de PE/VC, o acordo de acionistas é um substituto da participação acionária majoritária para a obtenção do controle, servindo como um importante mecanismo para coordenação do controle societário.

Portanto, tais dados permitem concluir que a maioria das companhias com investimento de fundos de PE/VC que realizaram a IPO entre os anos de 2004 a 2008 possuem um controle compartilhado. Ademais, o acordo de acionistas serve como substitutivo a participação acionária para a obtenção desse controle.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACHARYA, Viral, KEHOE, Conor: Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity. Disponível em: http://www.ecgi.org/competitions/rof/Les/Acharya_Kehoe_v5.pdf. acessado em julho 2009.
- ACHARYA, Viral, FRANKS, Julian, SERVAES, Henri: Private Equityô Boom or Bust. *Journal of Applied Corporate Finance*, 49, 2007.
- AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *Review of Economic Studies*, Vol. 59, 1992.
- ATANASOV, Vladimir A., IVANOV, Vladimir I. e LITVAK, Kate: VCs and the Expropriation of Entrepreneurs. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=905923>, acessado em junho de 2009.
- BARBI FILHO, Celso. Acordo de acionistas: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal . In *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 8, São Paulo: Revista dos Tribunais, abr.-jun./2000.
- BARRY, C.; MUSCARELLA, C.; PEAVY III, J.; VETSUYPENS, M. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public process. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.27, n.2, 1990.
- BARRY, Christopher B. The role of Venture Capital in the creation of public companies: evidence from Going-Public Process. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 447-448, 1990.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, London, Transaction Publishers, 1999.
- BARLETT, Robert. Venture capital, agency costs, and the false dichotomy of the corporation. *UCLA Law Review*, Vol. 54, UGA Legal Studies Research Paper No. 06-006, 2006.
- BLACK, B.; GILSON, R. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.47, n.3, 1998.
- BLACK, Bernard S., De CARVALHO, Antonio Gledson and GORGA, Erica: The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008. Disponível em: : <http://ssrn.com/abstract=1003059>, acessado

em julho de 2009.

BRANCO, Adriano Castello: O conselho de administração nas Sociedades Anônimas. 2ed. Forense Universitária. São Paulo, 2007.

BULGARELLI, Waldírio. A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no Brasil. *RDM*, n. 40, p. 95, out.-dez. 1980.

CARVALHAL-DA-SILVA, André, LEAL, Ricardo: Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=726261>. Acessado em maio de 2009.

CARVALHOSA, Modesto: Acordo de Acionistas. Saraiva, São Paulo, 1984.

_____. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. 2, 2. ed., São Paulo: Saraiva, 1998.

CHAN, Yan.: On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocations of Venture Capital in a Market with Imperfect Information, *Journal of Finance*, 154361561, 1993.

CHEFFINS, Brian R. e ARMOUR, John. The Eclipse of Private Equity. ECGI - Law Working Paper No. 082/2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=982114>, acessado em julho de 2009.

CLAESSENS, Stijn, RHEE, Moon-Whoan: The Effectiveness of Equity Barriers to Equity Investments in Developing Countries. Jeffrey A. Frenkel, editor, *The Internationalization of Equity Markets*, The University of Chicago Press. 1994.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Civil volume 2 (obrigações e responsabilidade civil). 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2006.

COMPARATO, Fábio Konder: O poder de controle na Sociedade Anônima. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1976.

_____. Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das SA. *Revista dos Tribunais*, ano 68, v. 527, p. 33, 1979.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto: O poder de Controle na Sociedade Anônima; 5ed. Forense, Rio de Janeiro, 2008.

_____. Aspectos jurídicos da macro-empresa, *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1970.

CORNELLI, Francesca, and Oguzhan KARAKAS. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?. Disponível em: [http://www.ecgi.org/competitions/rofl/es/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.org/competitions/rofl/es/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf). acessado em agosto de 2009.

COSTA, Vilson Aparecido da. Privatização e Reestruturação das telecomunicações no Brasil e seus impactos sobre a criação e destruição do Emprego. 2008. 105 f. Dissertação

(Mestrado) ó Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

CRISTIANO, Romano. Surgimento, funcionamento e término da sociedade anônima, São Paulo, 1990.

CUMMING, Douglas J., FLEMING, Grant A. e SCHWIENBACHER, Armin. Legality and Venture Capital Exits. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, p. 214-245 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1502017>, acessado em outubro de 2008.

CUMMING, Douglas J. e MACINTOSH, Jeffrey G., A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, No. 3, pp. 511-548, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=268557>, acessado em outubro de 2008.

ERNST & YOUNG: How Do Private Equity Investors Create Value? A Study of 2006 Exits in the US and Western Europe. Global Report. 2007.

GADIESH, Orit, e Hugh MACARTHUR. Lessons From Private Equity Any Company Can Use. Boston, Harvard Business School Press. MA 2008.

GLADSTONE, D. Venture capital handbook. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998.

GOMPERS, P.A. Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments. *Working Paper*, Harvard Business School, 1998.

_____; LERNER J. The venture capital cycle. Cambridge, MA: The MIT Press, 1999.

_____; LERNER, Josh. *The Venture Capital Revolution. Journal of Economic Perspectives.*, Vol.15 , 2001.

GORMAN, Michael; SALHMAN, Willian: What do venture capitalist do?. Boston, MA: Harvard Business Review, 1989.

GIOIELLI, Sabrina Ozawa e DE CARVALHO, Antonio Gledson. The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1134932>, acessado em maio de 2009.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Financial markets and corporate strategy. Boston, MA: McGraw-Hill, 1998.

GOMES, Orlando. Em tema de Sociedades Anônimas. *Revistas dos Tribunais*. São Paulo. 1997.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v29, p. 439-554, 2009.

HELLMANN, Thomas. *The allocation of control rights in venture capital contracts*. Journal

of Economics, Vol. 29, 1998.

HELLMANN, T. e PURI, M., -Venture Capital and the Professionalisation of Start-Up Firms: Empirical Evidence, working paper, Stanford Business School, 1999.

IHA, Márcio Yassuhiro. *Problemas de Agência no relacionamento fundo de capital de risco ó empreendedor no Brasil: um estudo de caso*. São Paulo: EAESP-FGV, (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV. 2003.

JENSEN, Michael. Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, 67(5), 1989.

JENSEN, Michael, and Kevin J. Murphy. Performance Pay and Top Management Incentives. Journal of Political Economy, 98(2), 1990.

LAZEAR, Edward P, Incentive Contracts. NBER Working Paper No. W1917. 1986. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=228050>. Acessado em abril de 2008.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. Private Equity Investing in Emerging Markets. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 15, nº 4, 2003.

LERNER, J. *Venture Capitalist and the Oversight of Private Firms*. The Journal of Finance, Vol. 50, No.1, 1995.

LERNER, J; LEAMON, A. A Note on Private Equity in Developing Countries. 9-208- 037. 2008. Disponível em: <http://hbr.org/product/a-note-on-private-equity-in-developing-countries/an/208037-PDF-ENG>, acessado em agosto de 2009.

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

LEVIN, Jack S. Structuring Venture Capital, private equity and entrepreneurial transactions, 4, 2006.

LINS, Karl V. *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. Journal of Financial & Quantitative Analysis, Vol. 38, 2003.

LITVAK, Kate. Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements. U of Texas Law and Economics Research Paper No. 29; Columbia Law and Economics Working Paper No. 254. 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=555626>, acessado em março de 2009.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Leverage Buyout and Private Equity. Journal of Economic Perspectives, 22 (4), 2008.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies, Vol. 70, 2002.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Venture Capital as Principals: Contracting,*

Screening, and Monitoring. NBER Working Paper No. 8202. 2001.

KAPLAN, Steven; MARTEL, Frederic; STRÖMBERG. *How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* Working Papers 10096; November 2003.

KKR prepara desembarque no Brasil <http://portalexame.abril.com.br/blogs/direto-do-pregao/2009/10/28/205522/> e Carlyle desembarca no Brasil <http://portalexame.abril.com.br/negocios/m0120666.html>.

KLAUSNER, Michael D. e LITVAK, Kate, What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting. BRIDGING THE ENTREPRENEURIAL FINANCING GAP: LINKING GOVERNANCE WITH REGULATORY POLICY, Michael Whincop, ed., Ashgate, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=280024> acessado em março de 2008.

KIRILENKO, Andrei A.. *Valuation and Control in Venture Finance*. Journal of Finance, Vol. 56, 2001.

MACHINTOSH, J. Venture capital exits in Canada and the United States. In: HALPERN, P. (Ed.). Financing growth in Canada. Calgary: University of Calgary Press, 1997.

MACINTOSH, Jeffrey G. e CUMMING, Douglas J., Venture Capital Exits in Canada and the United States. University of Toronto Law Journal, Vol. 53, pp. 101-200, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=321641>, acessado em fevereiro de 2009.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das SA*, v2, I, Forense, São Paulo, 2ed. 1982.

MEGGINSON, W.; WEISS, K. Venture capital certification in initial public offerings. Journal of Finance, Cambridge, v.46, n.3, 1991.

MEGGINSON, W. Toward a global model of venture capital. Journal of Applied Corporate Finance, New York, v.16, 2004.

MUNHOZ, Eduardo Secchi: Empresa Contemporanea e Direito Societário; Editora Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002.

OFFA, Luiz Felipe West. *Contratos Financeiros entre Empreendedores e Gestores de Fundos de Private Equity e Venture Capital: Teoria e Realidade no Caso Brasileiro*. São Paulo (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV), 2005.

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

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador, in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 15, RT, 2002, pp. 226-248.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. Saraiva, São Paulo, 1995.

PONTES DE MIRANDA, *Tratado de Direito Privado*, t. L, 3a ed., Rio de Janeiro, Borsoi, 1972.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v.2, 23.ed., São Paulo: Saraiva, 2003

_____. *Aspectos modernos de direito comercial* (estudos e pareceres). São Paulo: Saraiva, 1980.

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

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

_____. ALMEIDA, Martinho: *Revista de Administração*, São Paulo, v.40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005, p. 57

_____: High-Growth SMEs and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil. 2007. Disponível em: . Acesso em: <http://ssrn.com/abstract=1082438> junho de 2009.

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

SAPIENZA, H., S.; MANIGART; VERMEIR, W. *Venture Capitalistsø Governance and Value Added in Four Countries*. Disponível em: <http://ideas.repec.org/a/eee/jbvent/v11y1996i6p439-469.html>, acessado em dezembro de 2009.

SCHAPIRO, Mario Gomes: *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2009. Tese Doutorado em Direito Econômico - Faculdade de Direito da USP.

SCHAPIRO, Mario Gomes: *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia*. São Paulo, Saraiva, 2009.

SCHWIENBACHER, Armin: *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=302001>. Acesso em: agosto. 2009.

SMITH, Douglas. *Venture Capital Company: a contractarian rebutal to the political theory of American corporate finance?* *Tennessee Law Review*, v. 65, p. 107, 1997.

SPECK AND TANEGA, Beat e ATANGAN, Joseph. Private Equity Placements: Comparing the Laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States: Part II (January 21, 2006). *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 21, No. 5, pp. 252-265, May 2006. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1150276>.

SZTAJN, Raquel. *Acordo de Acionistas. em Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* / Jairo Saddi - organizador. São Paulo: IOB, 2002, parte 2, págs. 278 e 279

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

TAVARES, P. C. A.; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. Does private equity work as a quality certification for IPOs in Brazil?, 2009.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. I, São Paulo, Bushatsky, 1979.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. *Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias*, in LOBO, Jorge (coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2002, pp. 423- 452.

VALADARES, Silvia Mourthe e LEAL, Ricardo P.C., Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=213409> or doi:10.2139/ssrn.213409. Acesso em fevereiro de 2009.

_____. Ownership and control structure of brazilian companies, 2000, p. 8;

VIVANTE, Cesare. *Instituições de direito comercial*, Lzn Editora, São Paulo, 2003.

WALD, Arnoldo. Da irresponsabilidade da SA pelas decisões nulas ou abusivas da assembleia geral. Em estudo e pareceres de direito comercial. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 2, p 303 e ss., 1979.

YERMACK, David. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 1996.

_____. CEPE/FGV: inaugurado Centro de Estudos de VC/PE na Fundação Getulio Vargas, com participação direta de especialistas do setor. *Brasil Venture News*, Ano IV, n.21, abr./maio 2003. Disponível em: http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil_CR.asp. Acesso em: julho. 2009.

_____. Innovation and venture capital exits. University of Amsterdam Finance Group, 2004. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=301672. Acesso em: julho. 2009.

Agência Estado (27/01/2010) Emergentes se fortalecem e são destaque no pós-crise e Industria de PE/VC ensaia retomada Brasil Econômico (03/02/2010).

ANEXOS I

Tabela 1: Companhias que continham fundos de PE/VC em sua estrutura no momento da IPO

Ano	Companhia	Org Gestora	Veiculo	Segmento	Setor
2008	Le Lis Blanc	Artesia	FIP	Novo Mercado	Roupas
	HyperMarcas	GP	LLC	Novo Mercado	Produtos diversos
2007	PDG Realty	UBS Pactual	FIP	Novo Mercado	Construção Civil
	Anhaguera Educacional	Patria	FIP	Nível 2	Educação
	BR Brookers			Novo Mercado	Construção Civil
	Tempo Part.	GP	LLC	Novo Mercado	Serviços de ti
	MetalFrio	Azul Invest	FIP	Novo Mercado	Refrigeração
	Tenda	Modal	FIP	Novo Mercado	Construção Civil
	Satipel	Pactual	FIP	Novo Mercado	Pré-moldados
	BM&F	General Atlantic	FIP	Novo Mercado	Serviços Financeiros
	Even	Santander	LLC	Novo Mercado	Construção Civil
	Br Malls	GP	LLC	Novo Mercado	Shoppings Centers
	Heringer	AIG	LLC	Novo Mercado	Fertilizantes
	Bematech	Dynamo	FMIEE	Novo Mercado	Produtos e Serviços de TI
	Cremer	Merrill Lynch	LLC	Novo Mercado	Produtos Hospitalares
	InPar	Chade	FIP	Novo Mercado	Construção Civil
	MRV	Autonomy Fund	LLC	Novo Mercado	Construção Civil
	CR2	Merril Lynch LLC		Novo Mercado	Construção Civil
	Spring	HeartLand	LLC	Novo Mercado	Fios e Tecidos
	Providência	ASAS, GG e AIG	FIP	Novo Mercado	Materiais diversos
	Vivax	Great Hill	LLC	Nível 2	TV por assinatura
	Gafisa	GP	LLC	Novo Mercado	Construção Civil
	Totvs	BNDESpar	SA	Novo Mercado	TI
	Equatorial	LLC	GP e Pactual	Nível 2	Energia Eletrica
2006	CSU Cardsysten	Advent	LLC	Novo Mercado	TI - Cartão de Crédito

	Brasil Agro	Tarpon	LLC	Novo Mercado	Exploração de agricultura
	Lupatech	BNDESpar, Axxon e GP	SA, LLC	Novo Mercado	Industria Pesada - motores
	OdontoPrev	TMG	LLC	Novo Mercado	Serviços Médicos-Hospitalares
	Dufry	Advent	SA	BDR	Comércio Produtos
2005	Submarino	GP	LLC	Novo Mercado	Comércio Virtual
	Localiza	DLJ	LLC	Novo Mercado	Aluguel de Carro
	TAM	Global Invest	LLC	Nível 2	Transporte aereos
	UOL	Global Invest	LLC	Nível 2	Serviços de TI
2004	Natura	BNDESpar	SA	Novo Mercado	Produtos de uso pessoal
	GOL	AIG	LLC	Nível 2	Transporte Aereo
	ALL	GP	LLC	Nível 2	Transporte Fer
	CPFL	BNDESpar	BNDESp ar	Novo Mercado	Energia Elétrica
	DASA	Advent		Novo Mercado	Serviços Médicos-Hospitalares

Fonte: Elaborada pelo autor com dados dos prospectos definitivo da IPO

Tabela 2: Companhias que não receberam recursos de fundos de PE/VC

Ano	Companhia	Segmento	Setor
2008	MMX	Novo Mercado	Exploração de Minério
	Nutriplant	Bovespa Mais	Quimicos agricolas
	OGX	Novo Mercado	Exploação de petróleo
2007	Rodobens Negocios Imobiliarios	Novo Mercado	Construção Civil
	Camargo Correa Emp. Imobiliarios	Novo Mercado	Construção Civil
	Tecnisa	Novo Mercado	Construção Civil
	Iguatemi Shopping	Novo Mercado	Shopping Centers
	São Martinho	Novo Mercado	Alimentos diversos
	GVT Holding	Novo Mercado	Exploração de telefonia fixa
	Trisul		Construção Civil
	JBS	Novo Mercado	Carnes e Derivados
	Banco Pine	Nível 1	Serviços bancários
	JHSF Participações	Novo Mercado	Construção Civil
	Amil		Planos de Saúde
	Sulamerica		Seguros
	CR2 Empreendimentos Imobiliarios	Novo Mercado	Construção Civil
	Agra Empreendimentos Imobiliarios	Novo Mercado	Construção Civil
	Wilson Sons	BDR	Serviços portuários
	Banco Sofisa	Nível 1	Serviços Financeiros
	Tarpon	BDR	Serviços de investimento
	Parana Banco	Nível 1	Serviços Financeiros
	SLC Agricola	Novo Mercado	Alimentos diversos

	Log-In Logística Intermodal	Novo Mercado	Exploração de transporte hidroviário
	EZ tec empreend. E part.	Novo Mercado	Construção Civil
	Banco Cruzeiro do Sul	Nível 1	Serviços Financeiros
	Bovespa		Serviços financeiros
	MPX Energia	Novo Mercado	Exploração de Energia
	Mafrig Frigoríficos	Novo Mercado	Carnes e derivados
	Banco Panamericano		Serviços bancários
	Banco Daycoval	Nível 1	Serviços Financeiros
	Tegma Gestão Logística	Novo Mercado	Exploração de Transporte Rodoviário
	Banco Indusval	Nível 1	Serviços Bancários
	Redecard	Novo Mercado	Serviços Financeiros
	Invest Tur	Novo Mercado	Turismo-Hotelaria
	BicBanco		Serviços bancários
	Minerva	Novo Mercado	Frigorífico de Carnes
	Banco Patagonia	BDR	Serviços Financeiros
	Kroton Educacional	Nível 2	Educação
	Agrenco		Exploração de Agricultura
	Açúcar Guarani	Novo Mercado	Alimentos Diversos
	SEB Educacional	Nível 2	Serviços Educacionais
	Marisa	Novo Mercado	Varejo - Roupas
	TPI - Triunfo Part. E investimentos	Novo Mercado	Exploração de Rodovias
	Banco ABC Brasil	Nível 2	Serviços Bancários
	Multiplan Empre. Imob.	Nível 2	Construção Civil
	General Shopping Brasil	Novo Mercado	Shopping Centers
	Estácio Participações	Nível 2	Educação
2006	Copasa	Novo Mercado	Distribuição de Água e Saneamento
	Company	Novo	Construção Civil

		Mercado	
	American Banknote	Novo Mercado	Serviços bancários
	GP Investments	BDR	Serviços de investimento
	MMX Mineração e Metálicos	Novo Mercado	Exploração de Minerais
	Abyara Planejamento Imobiliario	Novo Mercado	Construção Civil
	Santos Brasil		Serviços portuários
	Medial Saúde	Novo Mercado	Serviços Médico-Hospitalares
	Klabin Segall	Novo Mercado	Construção Civil
	M. Dias Branco	Novo Mercado	Alimentos Diversos
	Datasul		Serviços em TI
	Brascan Residencial Properties	Novo Mercado	Construção Civil
	Profarma	Novo Mercado	medicamentos
	Temas Participações	Nível 2	Energia Eletrica
	Brasil Ecodiesel	Novo Mercado	Refinamento de Combustivel
	Positivo Informatica	Novo Mercado	Produtos de informática
	Lopes Brasil Consultoria de Imoveis	Novo Mercado	Construção Civil
2005	EDP - Energia do Brasil	Novo Mercado	Exporação de Energia Eletrica
	Renar Maças		Alimentos - Agricultura
	OHL Brasil	Novo Mercado	Exploração de rodovias
	Banco Nossa Caixa	Novo Mercado	Serviços Bancários
	Cosan	Novo Mercado	Indústria de Sucro-canaveira
2004	Grendene	Novo Mercado	Calçados
	Porto Seguro	Novo Mercado	Seguros

Tabela 3 ó Companhias que abriram o capital entre os anos de 2004 a 2008.

Ano	Companhia	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹
2008	OGX Petroleo	Novo Mercado	Primária	6.712
	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150
	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612
	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	420
	MPX Energia	Novo Mercado	Primária	2.035
	BMF	Novo Mercado	Secundária	5.984
	Panamericano	Nível 1	Primária	700
	Laep	BDR	Primária	508
	Helbor	Novo Mercado	Primária	252
	Amil	Novo Mercado	Mista	1.401
	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699
	Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626
	Agreco	BDR	Primária	666
	Marisa	Novo Mercado	Primária	506
	SEB	Nível 2	Mista	413
	Tenda	Novo Mercado	Primária	603
	Trisul	Novo	Primária	330

		Mercado		
	BicBanco	Nível 1	Mista	822
	Sul America	Nível 2	Primária	775
	Satipel	Novo Mercado	Mista	413
	Cosan Ltd**	BDR	Primária	275
	Estacio Part	Nível 2	Mista	447
	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287
	Multiplan	Nível 2	Mista	925
	Providencia	Novo Mercado	Primária	469
	Springs	Novo Mercado	Mista	656
	ABC Brasil	Nível 2	Mista	609
	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513
	Guarani	Novo Mercado	Primária	666
	Kroton	Nível 2	Mista	479
	MRV	Novo Mercado	Mista	1.193
	Patagonia**	BDR	Mista	76
	Minerva	Novo Mercado	Mista	444
	Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945
	Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643
	Indusval	Nível 1	Mista	253
	Tegma	Novo Mercado	Mista	604
	Marfrig	Novo Mercado	Mista	1.021
	Daycoval	Nível 1	Mista	1.092
	Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574
	EZTec	Novo Mercado	Primária	542
	Log-In	Novo Mercado	Mista	848

	SLC Agrícola	Novo Mercado	Mista	490
	Parana	Nível 1	Primária	529
	Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756
	Tarpon	BDR	Primária	444
	Sofisa	Nível 1	Mista	505
	Wilson Sons	BDR	Mista	706
	Cremer	Novo Mercado	Mista	552
	Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786
	CR2	Novo Mercado	Primária	308
	Bematech	Novo Mercado	Mista	407
	Metalrio	Novo Mercado	Mista	453
	HSF Part	Novo Mercado	Primária	432
	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	350
	BR Malls Par	Novo Mercado	Primária	657
	Even	Novo Mercado	Primária	460
	Pine	Nível 1	Mista	517
	JBS	Novo Mercado	Mista	1.617
	Anhanguera	Nível 2	Mista	512
	GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076
	Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424
	Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549
	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791
	CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522

	Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449
	PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	850
	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475
	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604
	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522
	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379
	Terna Part	Nível 2	Mista	627
	Profarma	Novo Mercado	Mista	401
	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188
	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411
	Santos Bras	Nível 2	Mista	933
	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527
	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742
	Abyara	Novo Mercado	Primária	164
	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119
	Datasul	Novo Mercado	Mista	317
	GP Invest**	BDR	Primária	706
	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453
	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583
	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341
	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480

	Equatorial	Nível 2	Mista	540
	Totvs	Novo Mercado	Mista	460
	Company	Novo Mercado	Mista	282
	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927
	Copasa	Novo Mercado	Primária	813
	Vivax	Nível 2	Mista	529
2005	UOL	Nível 2	Mista	625
	Cosan	Novo Mercado	Primária	886
	Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954
	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496
	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185
	TAM S/A	Nível 2	Mista	548
	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265
	Submarino	Novo Mercado	Mista	473
	Renar	Novo Mercado	Primária	16
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377
	DASA	Novo Mercado	Mista	437
	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617
	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821
	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588
	Gol	Nível 2	Mista	878
	Natura	Novo Mercado	Secundária	768

ANEXO 2

Tabela 1
Arranjos Contratuais dos Acordos de Investimento

Partes Constitutivas	Definições
Objeto	Termos e condições gerais para aquisição da participação no capital e regulação de aspectos gerais da futura relação entre os acionistas.
Avaliação da Companhia (Preço das Ações)	Pressupostos da avaliação para fins da fixação do valor do investimento: <i>valuation method</i> ; ponderação em participações em outras sociedades; deduções pelo financiamento da operação; previsões relativas a excedentes de caixa quando do fechamento da operação, etc.
Condições para o fechamento da operação	Os procedimentos que deverão estar celebrados e devidamente formalizados quando do fechamento: assinatura do contrato de compra e venda de ações; aditamento ao acordo de acionistas (extensão de garantias, tratamento a variações contábeis, indenizações por contingências na data de fechamento, etc); Celebração de acordo de acionistas (governança e demais cláusulas relativas aos direitos e deveres dos acionistas); Realização de auditoria financeira, contábil e legal (<i>due diligence</i>) e não apuração de contingências superiores a certo limite que já não estejam refletidas no balanço patrimonial; ÉOutras condições: liberação de empréstimos, aprovação por órgão regulador, etc. ÉRito ou etapas a serem seguidas para a consecução dos investimentos.
Declarações e Garantias	ÉTitularidade das ações da companhia ÉCapacidade para contratar ÉValidade e exequibilidade dos termos contratuais ÉAusência de violação de Lei ÉConsentimentos ÉAusência de litígio ÉConstituição e situação irregular da companhia
Estratégias de Saída e Ajustes de Participações	Direito a solicitação de oferta pública das ações (IPO) e seus requisitos; Ajuste de participações vinculados a performance (Faturamento, EBITDA, por exemplo), mediante ao exercício de opção de compra de ações; Aquisição ou Resgate de Ações favorecendo um dos acionistas caso o IPO não seja efetivado em prazo determinado. Obrigação a ser realizada pelos demais acionistas ou pela própria empresa (ações em tesouraria ou cancelamento).
Responsabilidade e Indenização	Obrigações de indenização sobre eventuais contingências da companhia e/ou de suas controladas não registradas e/ou provisionadas no balanço patrimonial quando do fechamento.
Outras avenças: exclusividade, confidencialidade, publicidade e outras restrições	Restrições a outras tratativas relacionadas ao controle acionário e/ou alienação, cessão, transferência ou arrendamento de direitos e/ou ativos da companhia; Compromisso de divulgação dos termos do acordo e das informações a que tiveram acesso as partes; ÉRegulação sobre qualquer nota publicitária sobre o presente acordo.
Solução de controvérsias	Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito processual a ser seguido.

Fonte: Santos (2008)

Tabela 2
Arranjos Contratuais dos Acordos de Acionistas

Partes Constitutivas	Definições
Objeto da companhia	Concordância quanto ao objeto social da empresa, conforme estatuto social
Assembléias de acionistas	Regras quanto à convocação e instalação de acordo com a lei e com o estatuto social; É Definição do escopo de deliberação, matérias de competência da assembléia de acionistas.
Administração da companhia	Conselho de administração: constituição e composição, funcionamento e competência; Diretoria: composição e definição dos poderes de representação, administração e gestão dos negócios sociais, podendo, na forma prevista no estatuto social, validamente obrigar a companhia, praticando todos os atos e operações necessárias à realização dos objetivos sociais, e deliberar sobre todos os atos e operações que não sejam de competência exclusiva da assembléia geral ou do conselho de administração.
Direito de voto	É Determinação do direito de voto por ação, acionistas e participações de acionistas; É Definição das matérias que exigem quorum qualificado de votação (maioria e/ou representação dos acionistas).
Emissão, transferência, alienação e/ou oneração de ações	Restrições e/ou limitações à emissão de novas ações (<i>anti-dilution clauses</i>); Direito de preferência em caso de emissão de novas ações nos termos do art. 171 da Lei das S.A.; Restrições à transferência de ações e quaisquer ônus ou gravames sobre as ações (penhor, caução, usufruto, alienação fiduciária, fideicomisso, acordo de acionistas, oferecimento à penhora, preferência, promessa de venda, cláusula de inalienabilidade ou impenhorabilidade); É Direito de venda conjunta (<i>ötag along rights</i>); É Direito de imposição de venda conjunta (<i>ödrag along rights</i>).
Outras avenças dos acionistas (não-concorrência, exclusividade e confidencialidade)	Compromisso dos fundadores da companhia investida enquanto detiverem participação na companhia, e por um período de tempo determinado, de não promover ou se envolver comercial e/ou financeiramente em qualquer atividade ou negócio que seja substancialmente o mesmo ou que seja concorrente com o negócio da companhia; É Compromisso das partes a apresentar oportunidades de investimento relacionadas à atividade da companhia exclusivamente para a companhia.
Solução de conflitos	É Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito do processo arbitral a ser seguido.

Fonte: Santos (2008)