

Os Mecanismos Contratuais utilizados pelos fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* para mitigar o Risco do Investimento

Marcio de Oliveira SANTOS FILHO (MACKENZIE)

Felipe Teixeira FÁVARO (MACKENZIE)

João Francisco AGUIAR (MACKENZIE)

Alexandre Nabil GHOBIL (MACKENZIE)

Resumo: Este artigo objetiva identificar os principais mecanismos contratuais utilizados por fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* que regem os deveres e obrigações entre as partes durante a existência do fundo. Visa ainda, explicar como estes mecanismos mitigam o risco do investimento, principalmente em relação à gestão da empresa, ao desinvestimento e a possíveis quebras de cláusulas, por parte dos empreendedores. Foram abordados o objetivo e a importância de cada contrato utilizado e as principais cláusulas contratuais nele contidas. Buscou-se através de uma análise de conteúdo identificar quais as principais ações assumidas por fundos da amostra na ocorrência destes e de outros fatores. Pode-se concluir que os mecanismos contratuais utilizados pelos fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* mitigam o risco do investimento, principalmente, mas não somente, porque todo instrumento contratual tem como atividade preséua e intrínseca ao instrumento, a mitigação de risco. O Acordo de Acionistas figura como contrato mais importante e as Cláusulas Restritivas como principais cláusulas, inerentes a este tipo de investimento. A pesquisa avançou um pouco na parte contratual e abordou alguns pontos referentes às diferenças de modelos contratuais utilizados nos EUA.

Abstract

This article aims to identify key contractual mechanisms used by venture capital and private equity funds throughout the existence of the fund and to explain how some of those legal mechanisms, mitigate the risk of the investment, mainly in relation to the management of the company, the buyouts and when the is clause/duty violation by the entrepreneurs. We also discussed the purpose and importance of each contract used and the main clauses in order to reduce the investment risk. It was through a content analysis of identifying the main actions undertaken by funds from the sample in the occurrence of these and other factors. It could be concluded that the contractual arrangements used by Venture Capital and Private Equity funds mitigate the risk of the investment, mainly but not only, because every legal instrument has an intrinsic duty of risk reducing. The Shareholders Agreement and the Restrictive Clauses are the mostly used mechanisms of this type of investment. The research progressed slightly in the U.S contractual area and discussed the mainly differences between East and West coast contracts.

Palavras-Chave: Private Equity & Venture Capital, Mecanismos Contratuais, Riscos

1. INTRODUÇÃO

Segundo Gompers (1998), durante a década de 90, na economia dos EUA, uma importante mudança estrutural ocorria na geração de empregos, pois enquanto as 500 maiores empresas da Fortune eliminavam quatro milhões de empregos, simultaneamente, empresas com menos de 100 empregados adicionavam 16 milhões de novos empregos. Era a primeira vez, no século XX, que a geração de empregos mudava das grandes para as pequenas empresas, representando uma alteração estrutural fundamental na natureza do crescimento econômico daquela nação. Ainda conforme o autor, no final da mesma, mais de 1,3 milhões de novos negócios eram criados a cada ano e Gompers (1998) cita Sherer (1991) para quem, no mesmo período, as pequenas empresas eram mais inovadoras que as grandes empresas, pois firmas com menos de 500 empregados teriam criado, neste período, 322 inovações a cada ano para cada 1 milhão de empregados, enquanto que as maiores empresas contribuíam com apenas 225 novas inovações para o mesmo número de empregados.

Segundo Gilson (2003) a questão chave nos investimentos na indústria de *Venture Capital* é a estrutura contratual desenhada de forma a administrar a extrema incerteza, a assimetria de informação e os custos de agência que inevitavelmente ameaçam a viabilidade de investimentos nesse estágio de operações dessas empresas jovens e usualmente de alta tecnologia. Megginson (2001) investigou práticas contratuais, modelos de investimentos e retorno nos EUA, em países da Europa e da Ásia. O autor observou certa convergência nos modelos utilizados nas operações de captação de recursos em *Venture Capital* nos anos 90 nos EUA, na Europa Ocidental e em países asiáticos, mas não no Japão, sugerindo que se tratava do início de um verdadeiro mercado global para *Venture Capital* e *Private Equity* que estaria emergindo, com um crescimento sem precedentes, particularmente no último quinquênio da década de noventa. O autor acreditava que este movimento de convergência deveria continuar, paralelamente aos mercados financeiros tradicionais, principalmente em países desenvolvidos, devendo ser mais importante em países onde o código jurídico fosse a “*common law*” (típica dos países anglo saxões) do que nos países que adotassem o código civil (romano).

Como forma de mitigação de riscos, os fundos utilizam-se de mecanismos contratuais que lhes garantem certos tipos de proteção e preferências durante todo o período em que a empresa fizer parte do portfólio de investimento do fundo. Desta forma o problema de pesquisa deste trabalho é verificar como tem se dado a utilização destes mecanismos contratuais pelos fundos de VC/PE na mitigação do risco do investimento. Os riscos relacionados no trabalho foram os riscos de liquidez, assimetria de informação e gestão. Para tanto foram traçados quatro objetivos específicos:

- i.** Investigar quais são as cláusulas mais efetivas, dentro de cada instrumento contratual, que mitigam o risco do investimento;
- ii.** Investigar em que momento o fundo começa a buscar alternativas de saída e quais medidas são adotadas para a redução de tal risco;
- iii.** Investigar as principais preocupações na gestão para reduzir o risco administrativo;
- iv.** Investigar quais os procedimentos realizados quando uma cláusula é quebrada.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Private Equity e Venture Capital

Private Equity e *Venture Capital* (VC/PE) são uma forma de intermediação financeira de longo-prazo, que pode ser considerada uma alternativa ao financiamento bancário, onde investidores congregam recursos em veículos de investimento que tem como objetivo investir o capital em empresas que geralmente não são cotadas em bolsa de valores (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2005). Para os autores a indústria *Private Equity* (PE) e o *Venture Capital* (VC) são diferentes apenas no estágio em que se encontram as empresas investidas. Enquanto o PE é mais voltado para empresas em um estágio de desenvolvimento mais avançado, com porte e maturidade maiores, o VC tem como foco empresas em estágio de crescimento inicial, usualmente com algum viés tecnológico.

A indústria de *Venture Capital* emergiu como um importante intermediário nos mercados financeiros provendo capital para empresas jovens, de alta tecnologia, que não teriam alternativa de captação de recursos. Os investidores em empresas desse tipo têm desenvolvido uma variedade de mecanismos para superar os problemas que emergem a cada estágio nesse processo de investimentos (GOMPERS e LERNER, 2001)

A atividade de VC/PE é composta basicamente por quatro agentes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas (Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2005). Os veículos de investimentos são normalmente fundos fechados, onde não há liquidez durante todo o período de existência do mesmo.

Segundo Almeida (2007), o ciclo de um veículo de investimento é constituído pelas seguintes etapas: (i) a captação de recursos junto a investidores privados, institucionais, entre outros; (ii) a originação e seleção de oportunidades de investimentos onde serão realizados os aportes de capital; (iii) análise e avaliação das empresas-alvo, a fim de quantificar o montante de capital necessário pela empresa, e a participação acionária equivalente; (iv) uma diligência para validar as informações financeiras da empresa e para verificar possíveis distorções que alterem o valor da empresa; (v) a negociação do valor final do negócio e o percentual de participação do fundo como sócio; (vi) a criação de valor que acontece após a entrada do fundo como sócio e durante toda a permanência deste na empresa. Esta criação de valor se dá através de implementação de governança corporativa, auxílio na gestão, *networking* dentre outras formas; (vii) a saída do investimento através de recompra por parte do sócio fundador, venda estratégica ou abertura de capital. Conseqüentemente após a efetivação da saída, o fundo remunerará o investidor com retorno do capital nominal e se bem sucedido o investimento, acrescido de lucro.

2.1.1 *Private Investment in Public Equity* (PIPE)

Este tipo de investimento, apesar de ser realizado em empresas já listadas em bolsa de valores, possui características bem semelhantes com os investimentos de VC/PE. Estas semelhanças, segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), são o aporte de capital em troca de participação acionária, a atuação de forma ativa na gestão da empresa investida, por parte dos gestores do fundo de VC/PE e a expectativa de realizar o desinvestimento no prazo estabelecido pelo regulamento do fundo.

2.1.2 Mezanino

Dentro da categoria de PE, a principal característica do investimento do tipo mezanino é a sua composição híbrida de capital e dívida. Segundo Metrick (2006) mezanino pode ter duas definições, mas em ambos os casos significa o meio. A priori refere-se ao meio na estrutura de capital, como uma dívida subordinada. Em uma segunda idéia retrata o estágio de

desenvolvimento da empresa, uma rodada antes de uma possível abertura de capital. De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), diferentemente das outras formas de investimento, esta pode realizar o investimento com a faculdade de se converter todo o investimento em capital acionário ou fazê-lo através de dívida apenas. A forma mais comum de estruturar-se este tipo de investimento é através de dívidas subordinadas, sendo o principal instrumento as debêntures conversíveis.

2.1.3 Capital Semente

O investimento de capital semente, dentro da categoria de VC é caracterizado pelo pequeno aporte de capital, em relação às outras categorias de investimento, também em troca de participação acionária, feito em fase pré-operacional, normalmente em empresas nascentes, para o desenvolvimento de um produto, registro de patente ou para realizar testes mercadológicos. Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005). Usualmente os investimentos em “*seed stage*” são investimentos em uma idéia que ainda não se transformaram em empresa. Para esse tipo de investimento é muito comum encontrar a figura de um investidor-anjo (“*Angel Investors*”). Metrick (2006)

2.2 Fundo de Investimento em Participação (FIP)

“*FIP – Fundo de Investimento em Participações, é o nome regulamentar da modalidade de investimento conhecida como Venture Capital ou Private Equity, em que o objetivo de investimento é a aquisição de participações em negócios com elevado potencial de crescimento, especialmente em empresas emergentes*”. (CAVALCANTE, MISUMI E RUDGE, 2005, p. 271),

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2008), as principais características dos fundos dessa natureza são:

- a) São permitidos investimentos em ações, debêntures, bônus de subscrição ou valores mobiliários conversíveis em ações de emissão de companhias (abertas ou fechadas);
- b) É facultado a investidores como instituições financeiras, pessoas jurídicas não financeiras, investidores qualificados e entidades de previdência complementar abertas ou fechadas;
- c) Em companhias fechadas, obrigatoriamente, a companhia deve adotar regras de governança corporativa.
- d) Em companhias abertas o regulamento de cada FIP define critérios para as companhias das quais comprará participações.

2.3 Risco

Risco é um conceito subjetivo, segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), e pode ser definido como “probabilidade de perda” em termos estatísticos, risco “é a dispersão de valores esperados em torno de uma média. Quanto mais dispersos os valores esperados da aplicação em relação a uma média, mais arriscado é o investimento” (CAVALCANTE, MISUMI e RUDGE, 2005, p. 225). Para Kimura et ali (2008) os riscos empresariais são de três tipos: do negócio, estratégico e financeiro; o risco financeiro, por sua vez é classificado em risco de mercado, de crédito, de liquidez, das operações e legal ou de *compliance*.

Os investidores geralmente procuram mitigar o risco de suas aplicações. Segundo (Cavalcante, Misumi e Rudge, 2005, p.230): “*O grau de aversão ao risco depende das características pessoais do investidor e do seu momento de vida*”. Quanto ao primeiro aspecto, o principal comentário é que o investidor deve fazer uma análise pessoal sobre sua capacidade de suportar eventuais perdas ou oscilações de patrimônio antes de montar sua estratégia de investimento.

2.3.1 Liquidez

Segundo Jorion (2007) o risco de liquidez, usualmente é visto como um componente do risco de mercado. O maior problema do risco de liquidez é que é mais difícil mitigá-lo pelo fato de não ser como um risco de mercado tradicional. O mercado ainda procura uma meio mais eficiente de mensurá-lo. Existem duas vertentes principais que compõe o risco de liquidez, que são:

i) O risco de liquidez do ativo (*Asset Liquidity Risk*) também é conhecido por risco do produto/mercado (*Market/Product Liquidity Risk*). Esse risco cresce quando as transações não podem ser conduzidas balizadas por uma cotação usual de mercado, devido baixo volume de negociações que possivelmente norteariam o preço de tal ativo.

ii) O risco de liquidez do recurso (*Funding Liquidity Risk*) também conhecido por risco do fluxo de caixa (*Cash flow Risk*). Esse risco cresce na medida em que a empresa não apresenta capacidade em honrar sua dívida.

O risco de liquidez do ativo (*Asset Liquidity Risk*) pode ser gerenciado estipulando alguns limites de mercado e produto por meio da diversificação.

Segundo Solnik e Mcleavey (2004) a volatilidade dos ativos de VC/PE é um tanto questionável justamente pela baixa liquidez, ou melhor, por uma negociação da mesma empresa não ocorrer com tanta frequência como de uma ação listada na bolsa de valores. Alguns índices de investimentos alternativos têm sido desenvolvidos na tentativa de mensurar a média do retorno em investimentos alternativos (*Private Equity, Venture Capital, Real Estate, Hedge Funds e Commodities*), mas ainda não existe nada muito acurado para se obter tais valores.

Uma alternativa para mensurar a liquidez do ativo, segundo Jorion (2007) é através da função preço/quantidade, que descreve quanto o preço é afetado pela quantidade de negociações do ativo.

2.3.2 Assimetria de Informação

A assimetria de informações ocorre quando existe uma diferença na disponibilização de informações intrínsecas a determinada empresa entre todos os “*shareholders*” (acionistas) da mesma. Segundo Copeland et al. (2003), a fonte da assimetria de informação acontece, normalmente, entre os gestores da empresa e seus investidores, uma vez que os gestores possuem um conhecimento superior que os investidores sobre as perspectivas da empresa. Segundo Gompers e Lerner (2000), ocorre assimetria de informações nas transações de VC/PE quando um sindicato de fundos, que entraram na empresa em uma primeira rodada de investimento, utiliza-se de informações que os possíveis investidores de uma segunda rodada ou um investidor estratégico não possuem, para mostrar um desempenho superior ao efetivamente realizado.

2.3.3 Gestão e conselho de administração

Os investidores geralmente apontam um executivo chave para a empresa e para o conselho. Obviamente esse executivo terá influência na estratégia da empresa e na gestão da mesma. É comum que esse executivo tenha experiência no mercado onde atua a empresa, justamente para agregar maior conhecimento e introduzir potenciais clientes e fornecedores de seu relacionamento para o novo negócio. O executivo indicado terá como responsabilidade fiduciária o cumprimento de suas funções na empresa e responderá para o fundo de VC/PE que o indicou. Berkery (2008)

Um bom conselho de direção (*board of directors*) deve ser composto de representantes da empresa (empreendedores), dos investidores (fundos de VC/PE) e externo (usualmente de consultorias). Após uma rodada inicial de investimentos, o conselho deverá compor os principais cargos da empresa (CEO e CFO) assim como um terceiro cargo de

responsabilidade (*chairperson*), que deverão concordar nas principais decisões da empresa. Nesse estágio do investimento é melhor que o conselho seja menor, uma vez que as metas iniciais da companhia são perfeitamente passíveis de ser alcançadas. Conforme a companhia cresça e ganhe escala o corpo diretivo também ganhará espaço para mais membros. Berkery (2008)

2.4 Governança Corporativa

De acordo com Steinberg et al (2001), governança corporativa é o conjunto de práticas e de relacionamentos entre acionistas / cotistas, conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal com a finalidade de aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital, ou seja, a boa governança depende de alinhar pensamentos de acionistas, controladores e stakeholders. Segundo o autor, especialistas e difusores do conceito defendem como princípios fundamentais da boa governança:

- Transparência;
- Equidade;
- Prestação de contas;
- Cumprimento das leis;
- Ética.

2.5 Mecanismos de Saída

Segundo Leite e Souza (2001), existem cinco formas principais dos fundos realizarem a saída do investimento, porém, devido às constatações e o objetivo deste artigo, somente duas alternativas são analisadas de forma mais abrangente.

2.5.1 Initial Public Offering (IPO)

O significado em português de IPO é “Oferta Pública Inicial”. Segundo Ribeiro e Almeida (2005), é o momento onde as ações de uma determinada empresa são oferecidas ao mercado através da bolsa de valores. Apesar de, nos últimos seis anos, esta forma ter sido bastante utilizada por fundos de VC/PE no Brasil, não é toda e qualquer empresa que pode ser considerada elegível a uma abertura de capital. Podemos destacar como principais limitantes a esta operação o porte e o setor de atuação da empresa, além de sua capacidade em arcar com os altos custos envolvidos no processo de abertura de capital.

2.5.2 Venda estratégica (*trade-sale*)

Segundo Ribeiro e Almeida (2005), a venda estratégica ocorre quando um grupo empresarial atuante no mesmo mercado, ou em mercados semelhantes, adquire a totalidade das ações da companhia investida normalmente buscando atingir objetivos estratégicos. Este mecanismo de saída, segundo Schwienbacher (2002) apud Ribeiro e Almeida (2005), tem uma vantagem com relação aos demais: menor exposição à volatilidade dos mercados financeiros, podendo o comprador, em momentos de crise, devido principalmente à queda dos preços dos ativos, realizar aquisições desembolsando valor inferior se comparado aos momentos de euforia dos mercados financeiros.

2.5.3 Venda para outro investidor (*secondary sale*)

Esta ação, segundo Cumming e Macintosh, (2003) apud Ribeiro e Almeida (2005) acontece quando parte ou totalidade das ações de uma determinada empresa, que pertencem a um fundo de VC/PE, são vendidas a um terceiro investidor, podendo este ser ou não outro fundo de VC/PE.

2.5.4 Recompra pelo empreendedor (*buyback*)

Apesar de ser pouco utilizada no Brasil, principalmente devido às altas taxas de juros, esta opção consiste na recompra da participação acionária detida pelo fundo de VC/PE por parte dos empreendedores e gestores da empresa investida (Ribeiro e Almeida, 2005).

2.6 Documentação Padrão

2.6.1 Acordo de Confidencialidade (*NonDisclosure Agreement*)

O acordo de confidencialidade ou carta de confidencialidade é um documento que protege os segredos comerciais da negociação, o know-how da empresa, lista de relacionamento e demais informações sensíveis à companhia. Usualmente ele é assinado, antes de qualquer negociação, pelas partes, garantindo o sigilo de ambos para com os termos e informações que serão detalhados dali em diante.

Segundo Friedman (2007) acordo de confidencialidade é um contrato comumente utilizado pelas companhias para proteger a confidencialidade de produtos ainda não divulgados e/ou operações sensíveis à informação.

2.6.2 Term Sheet

Segundo Wilmerding (2006) um term sheet expõe os termos de um negócio como uma carta de intenções, que usualmente é entregue a uma companhia procurando investimento de venture capital para expor o proposto. Ainda de acordo com Wilmerding (2006) um term sheet possui duas funções importantes: i) Sumariza os principais termos financeiros e legais relacionados ao negócio. ii) Quantifica e qualifica o valor da transação e de financiamento, ambos em números e termos próprios. Caso o documento seja aceito e acordado por ambas as partes, servirá como base para a elaboração dos demais acordos e contratos. “É o primeiro documento a ser preparado. Relativamente curto (3 a 10 páginas), ele apresenta os principais termos e condições de um investimento proposto, no entanto, não tem a pretensão de criar um vínculo de obrigações jurídicas” (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 10)

2.6.3 Contrato de Subscrição, Incorporação ou Compra e Venda de Ações (*Subscription Agreement*)

O contrato de subscrição, segundo Metrick (2006) é um documento que delibera principalmente sobre as regras para a “compra” das ações, preferencias, privilégios e sobre as garantias do negócio. Esse documento varia um pouco de acordo com a regulamentação vigente no país e no estado que está sendo realizada a operação. Ainda de acordo com Metrick (2006) o estado nos EUA que possui as leis societárias (corporate laws) mais avançadas sobre o tema, é o estado de Delaware.

Contrato de subscrição, Incorporação (ou Compra e Venda) de ações: Deve conter os detalhes da rodada de investimento, incluindo números de séries das ações subscritas, condições de pagamento, assim como declarações e garantias referentes à empresa. LAVCA (2008).

- **Direito de Resgate (*Redemption Right*)**

Para situações diferentes de liquidação, os direitos de resgate condicionam os investidores a receberem seu valor feito inicialmente. Um exemplo claro de aplicabilidade dessa cláusula é quando a empresa não cumpre as metas definidas por constantes períodos. Na prática esse direito é raramente exercido, em partes porque o estatuto jurídico das ações preferenciais limita o poder dos detentores de ações preferenciais para exigir o reembolso do seu

investimento. Metrick (2006). A verdadeira vantagem dessa cláusula segundo Berkery (2008) é servir como forma de ameaça. Partindo do princípio que a empresa não possua liquidez para honrar tal cláusula, o empreendedor será obrigado a vendê-la ou mesmo pedir um empréstimo para cumpri-la.

2.6.4 Acordo de Acionistas (*Shareholders Agreement ou Investors Rights Agreement*)

“Abrange as proteções aos investidores, incluindo os direitos de anuência, direitos à representação no Conselho de Administração, restrições à transferência de ações e obrigação de não competição (*non compete*).” (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 11). As principais cláusulas desse documento estão listadas abaixo;

- **Dividendos (*Dividends*)**

Ao contrário das empresas de capital aberto, que usualmente pagam dividendos aos acionistas, as empresas que recebem os investimentos dos fundos de VC/PE raramente seguem esse padrão. Segundo Metrick (2006) isso ocorre, pois como as empresas não dispõem de sobras de capital, caso distribuam dividendos poderão ficar sem caixa e terão de recorrer a empréstimos ou financiamentos. O objetivo maior do fundo de VC/PE em um investimento é fazer com que o ROIC (Return On Invested Capital) aumente cada vez mais, para que esse retorno sobre o capital investido remunere com lucros o cotista de seu fundo. Dessa forma os investidores reduzem o montante dos dividendos distribuídos e em certos casos até mesmo suspendem a distribuição por determinado período. LAVCA (2008). Outro ponto importante é a prioridade que as Ações Preferenciais têm no recebimento de dividendos quando comparadas às Ações Ordinárias. Segundo Metrick (2006) os fundos estabelecem isso como forma de evitar que a administração da empresa possivelmente efetue alguma retirada de capital via acionistas comuns.

- **Preferência na Liquidação (*Liquidation Preference*)**

A preferência na liquidação é normalmente exigida pelo investidor a fim de impedir uma venda precoce da empresa investida, em que o empreendedor seja beneficiado e o investidor, prejudicado. Esta cláusula, segundo Berkery (2007), tem dois motivos principais: i) proteger o investidor no caso em que este tenha pagado um valor excessivo pelas ações da empresa, e ii) motivar o empreendedor a não vender a empresa precocemente a um valor baixo. Segundo Metrick (2006) quando a empresa é vendida, fundida ou fechada os recursos são distribuídos para os credores, acionistas preferenciais e acionistas ordinários, nessa ordem. A cláusula de preferência na liquidação indica ao investidor onde ele está dentro da hierarquia na estrutura do capital. Quando um investimento recebe diversos rounds de aporte, é comum que o último acionista receba seu dinheiro primeiro. Uma alternativa à isso é conhecida como “*pari passu*” igualando todos os acionistas a receberem o dinheiro no mesmo instante.

“A preferência na liquidação é um direito que os investidores de VC/PE geralmente exigem geralmente pelo reconhecimento do risco que correm em função de seu investimento” (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 14)

- **Direito de Voto (*Voting Right*)**

Usualmente os fundos de VC/PE exigem, através dessa cláusula, votos nos conselhos e nas assembléias da empresa para as principais decisões financeiras e estratégicas. “*Caso já exista um acordo de voto vigente as ações preferenciais (sem direito a voto pela legislação brasileira) podem vir a ter direitos de voto equivalentes aos das ações ordinárias em uma assembléia geral*”. (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 21)

- **Proteção aos investidores (*Protective Provisions*)**

A proteção aos investidores ou *Protective Provisions* segundo Wilmerding (2006) permite à classe de ações que estão sendo contempladas pelo fundo, tenha determinadas competências preventivas associadas. Qualquer ação tomada pela classe que detém tais disposições protetoras exige consentimento proporcional dos acionistas da mesma classe, ou seja, não será válida nenhuma ação sem o consentimento da outra parte. Geralmente “*Os investidores de VC/PE requerem direitos de proteção contra algumas medidas fazendo com que elas só sejam tomadas com a anuência dos detentores da maioria*”. (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 21)

- **Anti Diluição (*Anti Dilution*)**

Esta cláusula é, muitas vezes impostas pelos fundos de VC/PE com a finalidade de proteger o investimento realizado. Permite que os fundos já acionistas, mitiguem o impacto de uma rodada de investimento posterior na empresa, a um preço por ação inferior ao realizado na rodada anterior. Com esta cláusula, caso a empresa receba uma nova rodada de investimento a um preço inferior ao realizado na rodada anterior, o empreendedor e os novos investidores são obrigados a “ceder” parte de suas ações ao primeiro investidor, a fim de compensar o sobre-preço pago na rodada subsequente. Berkery (2008). Os investidores de VC/PE usualmente exigem direitos de anti-diluição para manter o valor de sua participação no negócio, pois caso haja um “*down round*” (emissão de novas ações com base em uma avaliação inferior àquela na qual investiram originalmente) eles manterão o valor de sua participação na empresa. LAVCA (2008).

- **Tag Along**

Se o acionista “A” tem o direito de tag along relativo ao acionista “B”, este poderá forçar esse a incluí-lo em uma venda de participação executada por “B”, por exemplo. Metrick (2006). Segundo Berkery (2007) se o empreendedor deseja vender parte de suas ações, a cláusula de Tag Along permite que o investidor (fundo de VC/PE) tenha por direito vender suas ações, na mesma proporção. Por exemplo, se o empreendedor detém 40% das ações e quer vender 30% a outra empresa, o direito de Tag Along defende que o empreendedor também deva encontrar uma oferta de um comprador ao mesmo preço para a mesma posição detida pelos investidores. “*Se um acionista desejar dispor de ações que estão sujeitas a um direito de tag along, os demais acionistas beneficiários desse direito podem insistir que o comprador potencial concorde em comprar uma porcentagem equivalente de suas ações, no mesmo preço e sob os mesmos termos e condições. Isto poderá ter o efeito de dificultar o processo de venda das ações.*” (Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity – Brasil, LAVCA, p 19)

- **Drag Along ou Bring along**

A cláusula de *drag along* ou *bring along* prevê que, quando uma determinada parte de acionistas ou alguns acionistas específicos concordem em vender suas participações, os acionistas restantes também são forçados a vender as suas participações. Berkery (2007). Essa cláusula cria uma obrigação à todos os acionistas para que vendam as respectivas participações caso parte dos acionistas vote pela venda. LAVCA (2008).

De acordo com Metrick (2006) é o direito de forçar investidores que não queiram vender suas participações, a vendê-las, ao mesmo preço que investidores que queiram vendê-las. O *drag along* pode ser útil para os investidores que têm necessidade de forçar a venda da totalidade da empresa.

2.6.5 Estatuto Social (*Corporate By-Laws*)

“Estabelecem as diversas séries de ações e os direitos ligados a elas, as estruturas de governança corporativa, os direitos e obrigações dos administradores, as pessoas ou grupos dentro da estrutura societária, assim como fornecem regras para gestão do dia-a-dia. Algumas das disposições de proteção (*protective provisions*) no Acordo de Acionistas e no Contrato de Subscrição, (Compra e Venda) podem estar contidas ou mesmo repetidas nos estatutos sociais” (Guia para Term Sheets de *Venture Capital* e *Private Equity* – Brasil, LAVCA, p 11)

2.6.6 *Protective Covenants*

Grande parte dos acordos de acionistas possui uma lista de ações restritivas, tópicos onde os acionistas preferenciais têm poder de veto, denominados *Covenants*. Berkery (2007). Um investimento de VC/PE é um investimento de longo prazo, portanto aliado à cessão do capital para o empreendedor, em troca de participação acionaria, o fundo traça uma série de restrições às ações dos empreendedores denominados *Covenants*. Metrick (2006). Grande parte dos empreendedores interpreta tais restrições como impeditivos à gestão da empresa quando na realidade a intenção direta é proteger o investidor e os recursos investidos na empresa. Berkery (2007).

Segundo Antonczyk, Breuer e Mark (2007) os contratos de VC contém uma série de *covenants* que reduzem alguns problemas impossíveis de serem mitigados via uma simples otimização na estrutura do capital. O estudo mostra a frequência de algumas cláusulas restritivas na amostra observada pelos autores, onde se destaca: Direito a Informação – 100% de frequência na amostra. Direito de veto do fundo as principais atividades do negócio – 96%. Preferência na liquidação – 47% e Direito de Resgate – 2%.

2.6.7 Diferença entre os contratos do Leste e do Oeste nos EUA

Destaca-se o fato de existirem diferentes modelos dos instrumentos contratuais nos EUA. Os contratos usados na costa Oeste dos EUA, (Califórnia, *Silicon Valley*) difere dos contratos da costa Leste dos EUA (Nova Iorque). Segundo Wilmerding (2006) as pessoas tradicionalmente consideraram os contratos do Leste mais fluidos e livres em relação à costa Oeste. Os termos da costa leste são conhecidos por serem um tanto mais restritivos e conservativos. Ainda de acordo com Wilmerding (2006) existem algumas cláusulas onde essa diferença é um pouco mais relevante para os negócios como nas cláusulas de dividendos e anti-diluição, por exemplo. Os dividendos na costa Oeste usualmente seguem um padrão de acumulação enquanto na costa Leste a preferência é por não-acumulação de dividendos (*non-cumulative dividends*). Outra área de diferenciação entre os dois lados é na maneira de cálculo das cláusulas de anti-diluição.

3. METODOLOGIA

O tipo de pesquisa utilizado neste trabalho foi a técnica de análise de conteúdo a fim de, segundo Sampiere et al. (2006), reconstruir a realidade tal como é observada pelos atores de um sistema social pré-definido.

A população analisada no presente trabalho foi constituída por 5 (cinco) gestores de fundos de investimento de VC/PE que atuam no Brasil. Neste trabalho foi utilizada uma amostra não probabilística ou de conveniência, a fim de obter gestores dos principais segmentos de VC/PE. Esta amostra foi submetida a um roteiro de entrevista, pois segundo Bervian e Cervo (2004), esta é a forma mais utilizada para coletar dados e que possibilita medir com melhor exatidão o que se deseja. Neste roteiro, as perguntas foram organizadas em 4 (quatro) categorias:

Categorias e Questões
Categoria A: Características do Fundo
Questão 1 - Qual o Patrimônio Líquido do fundo? Em qual setor o fundo investe?
Questão 2 – O seu fundo é minoritário no “deal”? Qual o percentual de participação? Explique.
Categoria B: Investimento e Desinvestimento
Questão 3 - Quais os principais fatores durante o processo de análise que determinam o investimento? Por que eles são tão importantes? Explique.
Questão 4 - Em que momento o fundo começa a buscar alternativas de saída? Quais medidas são tomadas para reduzir o risco de saída? Explique.
Categoria C: Cláusulas Contratuais
Questão 5 – Quais instrumentos contratuais que o seu fundo utiliza desde a análise até o desinvestimento?
Questão 6 - Quais desses instrumentos contratuais que o seu fundo utiliza que são os principais para mitigar o risco do investimento? Explique.
Questão 7 - Dentro de cada instrumento contratual quais são as cláusulas mais efetivas no processo de mitigação do risco do investimento? Explique.
Questão 8 - Além das cláusulas contratuais, o fundo solicita garantias reais? Explique.
Categoria D: Gestão
Questão 9 - Qual é o procedimento realizado quando uma cláusula é quebrada? Explique.
Questão 10 - Quais são as principais preocupações na gestão para reduzir o risco administrativo? Explique.
Questão 11 - Durante o período investido como são resolvidos os possíveis conflitos entre fundo e empreendedor? Explique.
Fonte: Autores do.Trabalho

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Categoria A: Características do Fundo

Nesta categoria buscou-se observar as características de cada fundo, sua forma de atuação e quais setores estes veículos alocam seu capital. Foi observada uma heterogeneidade na amostra, onde o menor fundo apresenta R\$ 15 milhões e o maior fundo apresenta R\$ 2,3 bilhões para investimento. Esta diferença ocorre, principalmente, devido as teses de investimento dos fundos, onde o menor realiza investimentos de capital semente enquanto que o maior realiza investimentos de *pipe*, *mezanino* e *private equity*, o que mostra uma abrangência quase total dos atuantes na indústria de VC/PE. Um importante ponto observado é que a maioria dos fundos atua, principalmente, adquirindo participação minoritária na empresa investida, mas podem participar de um “*Club Deal*” onde adquirem participação majoritária na empresa investida em forma de sindicato com demais fundos do mercado. Sindicalizar os investimentos, segundo Gompers e Lerner (2000), tem como principais características a divisão das responsabilidades e dos riscos do investimento, assim como o aumento da capacidade de análise e da criação de valor à empresa investida dada pulverização do controle e riscos. Outro importante ponto observado foi o grande apreço dos fundos pelo setor de Tecnologia da Informação.

4.2 Categoria B: Investimento e Desinvestimento

As questões da categoria de investimento e desinvestimento foram elaboradas buscando compreender os processos e análises que os fundos fazem antes e depois de realizarem o investimento na empresa-alvo. O resultado das entrevistas mostrou que os principais pontos destacados, determinantes para a realização do investimento são: i) qualificação da atual equipe de gestão, uma vez que, principalmente nos investimentos minoritários, a equipe que faz a gestão diária das operações da empresa permanece a mesma; ii) boa oportunidade de

retorno, que consiste principalmente na capacidade da empresa, após receber capital, crescer de forma acelerada e realizar melhorias operacionais a fim de aumentar as margens de lucro; e iii) análise do setor, visando entender e quantificar quais riscos a empresa esta sujeita e qual a melhor forma de atuação para minimizá-los.

Com relação ao desinvestimento, pode-se destacar um ponto comum às respostas, onde todos responderam que a realização da análise das alternativas de saída do investimento ocorre no instante inicial às negociações. Isto evidencia a importância de minimizar o risco de liquidez ao qual os fundos que investem em empresas dessa característica (fechadas) estão sujeitos. As principais cláusulas mencionadas nas respostas dos gestores para redução de tal risco foram: i) Preferência na Liquidação ii) *Tag Along* iii) *Drag Along*; e iv) *Convenants Financeiros*. Outro ponto comum encontrado nas respostas desta categoria foi a escolha dos fundos em apontar o IPO como a forma mais lucrativa de desinvestimento.

De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), para que o negócio se torne atrativo, 78,6% dos investidores apontam que o *Management* é a principal condicionante na seleção de investimentos, seguido por inexistência de informalidade nos negócios, 75% e bases sólidas para o cálculo do valor da empresa (valuation) com 60,6%. Ainda segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), para 78,8% dos investidores da indústria é essencial que tenha-se uma idéia clara de saída do investimento seja via IPO ou *trade-sale* e 85,9% consideram essencial que os outros investidores concedam *drag along*.

4.3 Categoria C: Cláusulas Contratuais

As respostas das questões referentes às cláusulas contratuais foram semelhantes em se tratando dos documentos necessários para a estruturação dos investimentos de VC/PE, o que mostra que o porte das empresas e as teses de investimento dos fundos não alteram a forma de estruturação da operação. Os documentos mencionados pelos fundos entrevistados são os padrões que o mercado brasileiro utiliza. As definições dos documentos segundo o Guia da LAVCA (2005), O Acordo de Confidencialidade é o primeiro instrumento que os fundos utilizam para começar o processo de análise da empresa. Após a validação da empresa para investimento, o próximo instrumento utilizado é o *Term Sheet*. Na medida em que as negociações evoluem para a celebração do negócio; o Acordo de Compra e Venda é elaborado em conjunto assim como o Acordo de Acionistas. Por fim é elaborado um novo Estatuto Social que atenda o fundo e o empreendedor. Vale destacar que a depender do fundo existe preferência por ressaltar um ou outro acordo e/ou contrato. Um bom exemplo é o contrato de trabalho que alguns fundos elaboram para manter o empreendedor à frente da empresa investida. Pode-se constatar tanto pelo Guia da LAVCA (2005) como pelas respostas das entrevistas, que os contratos usados nas negociações brasileiras têm uma grande influência no modelo contratual usado no leste dos EUA, muito por conta de Nova Iorque.

As respostas indicam que o Acordo de Acionista e o Contrato de compra e venda são os principais documentos e que mais protegem os investidores enquanto a empresa permanece dentro do portfólio de investimento do fundo, pois neles estão as principais cláusulas de controle e gestão que são os "*minoritys rights*" e "*protective provisions*".

As cláusulas de controle citadas nas respostas foram: Trava de Dividendos, Anti-Diluição, *Tag Along*, *Drag Along* e Preferência na Liquidação. Porém, como as oportunidades de investimento são analisadas caso a caso, a necessidade de certas cláusulas podem variar de acordo às oportunidades.

Os gestores enfatizaram que os fundos de VC/PE, quase em sua totalidade, realizam investimentos através de aporte financeiro em troca de ações da empresa-alvo, o que inviabiliza a solicitação de garantias reais. A única situação em que os fundos solicitam garantias reais é na operação de Dívida Conversível em Ações.

4.4 Categoria D: Gestão

A partir da resposta 9, pode-se constatar que a maioria dos fundos procura evitar ao máximo o direito que lhes cabe, caso haja quebra de cláusula, de acionar o sócio empreendedor por meio da justiça comum. Notou-se uma grande disposição dos fundos em resolver os conflitos de forma pacífica, através de conversas via assembléia, reunião de conselho, com advogados das partes, para se chegar a um acordo. Caso não exista consenso, a câmara de arbitragem é acionada. Vale destacar que todos os fundos mencionaram o apelo à arbitragem, pois a via comum para resolução de litígios societários (Poder Judiciário) é demasiadamente morosa e o fator tempo, é muito relevante para o fundo que possui prazo para a realização do desinvestimento pré-determinada. Segundo (Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2005, p 116) “*Devido à notória morosidade do Poder Judiciário, em especial no Brasil, agentes de várias atividades econômicas têm recorrido ao sistema de arbitragem para a solução de conflitos. Esse procedimento tem pelo menos dois benefícios: i) velocidade com que uma decisão judicialmente válida é tomada, e ii) a qualidade do julgamento*”.

A partir das respostas da questão 10, pode-se notar que a participação dos fundos na gestão da empresa se dá por diversas formas e em todas é exigida a total transparência, seguindo o modelo de Governança Corporativa, estipulando metas, desenvolvendo planos, atuando na empresa principalmente na parte financeira, ou mesmo via comitês administrativos. Ainda segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005) o comitê de auditoria financeira é o mais comum, seguido por comitê de planejamento estratégico e comitê de remuneração. “Os gestores de VC/PE também podem influir na empresa por meio da definição do *modus operandi* do conselho de administração. Portanto o uso de comitês técnicos do conselho permite que assuntos complexos sejam tratados com maior profundidade, diminuindo os riscos de que o conselho os examine superficialmente e tome decisões erradas.” (Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2005, p.48)

Na questão 11, novamente a questão da arbitragem é apontada, mas somente em último caso, primando pela conversa, reunião do conselho e resolução branda e pacífica da situação. Algumas medidas são usadas para evitar esse tipo de situação como, por exemplo, indicar o CFO (*Chief Financial Officer*), ter uma boa equipe de auditores independentes, entre outros. Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), 35% de gestores concordam que para investir é essencial que os auditores independentes sejam escolhidos pelo fundo e 58,9% afirmaram que para investir é essencial que possam indicar o CFO. Desta forma eles minimizam o risco de eventuais conflitos e discordância entre as partes (Fundo e Empreendedor).

5. CONCLUSÃO

Kaplan e Stromberg (2001) destacaram o sucesso conseguido pelos investidores nesta indústria, atribuindo a este tipo de capitalização financeira o surgimento de empresas de renome tais como “Cisco”, “E-bay” e “Yahoo”. Os autores deram destaque especial à estrutura contratual específica desta indústria, que lhes permite separar o Direito ao Fluxo de Caixa; Direitos de Voto; Direitos a participação no Conselho de Administração, Direito de Liquidação e outros Direitos de Controle. O trabalho em questão teve como objetivo principal, explicar e responder se os mecanismos contratuais utilizados por fundos de *venture capital* e *private equity* mitigam o risco do investimento. De maneira geral, pode-se entender que, pela maioria das respostas, os mecanismos contratuais mitigam sim o risco do investimento.

Pôde-se constatar que todos os fundos entrevistados mencionaram o Acordo de Acionistas como um instrumento contratual importante para o investimento. Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), o acordo de acionistas é o principal documento utilizado

para alinhar interesses entre os proprietários da empresa e reduzir riscos. A importância dos poderes de veto aos acionistas minoritários, também fora citado. As cláusulas que auxiliam a mitigação de riscos citadas, foram os poderes de veto e as cláusulas de proteção, como as mais efetivas. Apenas um dos fundos respondeu as cláusulas de indenização.

Abordando especificamente as cláusulas mais efetivas dentro de cada instrumento contratual que mitiga o risco do investimento, foi respondido pelos entrevistados, as cláusulas restritivas como as principais cláusulas utilizadas pelos minoritários no investimento.

Questionando os fundos sobre em qual momento eles buscam o desinvestimento, todos afirmaram que o processo de saída de uma investida é analisado no momento, ou até mesmo antes, da entrada na mesma, podendo até ser um limitador do negócio (*deal breaker*), caso não exista uma saída muito clara do negócio.

A Governança Corporativa, ou *management*, foram destacados como fatores fundamentais para reduzir os riscos administrativos pelos fundos. Quando existe algum problema ou desentendimento mais sério entre fundo e investida, as buscas por soluções de problemas, por meio da justiça comum ou validação de cláusulas contratuais, são as últimas alternativas, priorizando a conversa pacífica e a solução branda do conflito.

Quando ocorre uma quebra de cláusulas, entre sócios, usualmente as câmaras arbitrais são acionadas, consideradas melhor alternativa à justiça comum. A teoria de Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005), corrobora com o exposto, quando relata que inúmeros agentes econômicos tem recorrido às câmaras arbitrais para a solução de desentendimentos, devido suas agilidade e qualidade de julgamento.

Através das entrevistas, foi possível identificar que, no Brasil, é mais freqüente encontrar contratos baseados no modelo do Leste, dada grande influência do mercado brasileiro por Nova Iorque. Muito influenciado pelo avanço nos níveis de detalhamento e precisão dos contratos nas transações de *Venture Capital* em Nova Iorque, as leis e as regras em Nova Iorque ficaram mais sofisticadas para regular mais apropriadamente as transações promovidas e os termos que a Costa do Leste desenvolveu.

6. BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, Edson P. Valor Financeiro Especial. Revista Valor Financeiro, São Paulo, ano 6, no.7, p.6-8 e 14-15. 2007;
- ANTONCZYK, C. Ron, BREUER, Wolfgang, MARK, Klaus. Covenants in venture capital contracts: Theory and empirical evidence from the German capital market. 2007;
- BERKERY, Dermot. Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur. McGraw Hill, 2008;
- CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. A Indústria de Private Equity e Venture Capital. São Paulo: Ed. Saraiva, 2006;
- CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.; RUDGE, L.F.. Mercado de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005;
- COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. Financial Theory and Corporate Policy. Pearson Assison Wesley, 4th ed., 2003;
- CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. Journal of Banking & Finance, Roma, v.27, n.3, p.511-548, Mar. 2003;
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Cartilha de Governança Corporativa: “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, 2002.
- Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>
Acesso em 18/11/2008.

- DUARTE Jr., Antonio; VARGA, Gyorgy. Gestão de Risco no Brasil. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003;
- FRIEDMAN, P. Jack. Dictionary of Business Terms. Fourth Edition. General Editor, 2007;
- GILSON, Ronald L. Engineering a Venture Capital Market: lessons from the American Experience. Stanford Law Review, vol.55,2003.
- GOMPERS, Paul A, LERNER, John. The Venture Capital Revolution. Journal of Economic perspectives, Vol 15, No 2 (spring,2001), pp. 154-168
- GOMPERS, Paul A. The rise and Fall of Venture Capital. Strategic Management Journal. December 1998. Vol 18, issue 2, pages 127-140
- GOMPERS, Paul. LERNER, Josh. The Venture Capital Cycle. Método, 2000;
- JORION, Philippe. Financial Risk Manager. Fourth Edition. Ed. Wiley, 2007;
- KAPLAN, Steven N; STROMBERG, Per. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 2001) , pp. 426-430
- KIMURA, Herbert; SUEN, Alberto Sanyuan, PERERA, Luiz Carlos Jacob e BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Value at Risk.: como entender e calcular o risco pelo VAR. Ribeirão Preto: Inside Books Editora, Ltda, 2009.
- LAVCA - Latin America *Venture Capital Association*.
“Guia para *Term Sheets de Venture Capital e Private Equity*. Brasil”, 2008:
Disponível em:
[http://www.LAVCA.org/LAVCA/allpress.nsf/0/d32abd1133fad3058625751c005d1484/\\$FILE/Guide%20TermSheets%20Brazil-PT.pdf](http://www.LAVCA.org/LAVCA/allpress.nsf/0/d32abd1133fad3058625751c005d1484/$FILE/Guide%20TermSheets%20Brazil-PT.pdf)
- LEITE, C. R.; SOUZA, C. A. Os fundos de “private equity” como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa. V Semead, Jun., 2001;
- MEGGINSON, William L. Towards a Global Model of Venture Capital. The University of Oklahoma. December, 2001. Disponível em :
<http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1>. Acesso em 2009.
- METRICK, Andrew. Venture Capital and the Finance of Innovation. Pensilvania: Ed. Wiley, 2006;
- RIBEIRO, L. L.; ALMEIDA, M. I. R. Estratégias de saída em capital de risco. Revista de Administração, São Paulo, vol. 40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005;
- SOLNIK, Bruno; MCLEAVEY, Dennis. International Investments. 5. Ed: Pearson, 2004;
- STEINBERG, Herbert; HALLQVIST, Bengt; RODRIGUEZ, Floreal; DALE, Guilherme: A dimensão humana da governança corporativa. São Paulo: Editora Gente. 2001;
- WILMERDING, Alex. Term Sheets & Valuations. New York: Ed. Aspatore Books, 2004.
Venture Capitalists as Priucipals;