

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



## Monografia de Final de Curso

---

O Problema Agente-Principal em Fundos de Private Equity e Venture  
Capital: Evidência Empírica no Brasil e Estados Unidos

---

Departamento de Economia

**Antonia Lopes da Cunha**

**Orientador: Antônio Marcos Hoelz Pinto Ambrózio**

**1º de Julho de 2013**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



## Monografia de Final de Curso

---

O Problema Agente-Principal em Fundos de Private Equity e Venture  
Capital: Evidência Empírica no Brasil e Estados Unidos

---

Departamento de Economia

**Antonia Lopes da Cunha**

**Orientador: Antônio Marcos Hoelz Pinto Ambrózio**

**1º de Julho de 2013**

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

---

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do Autor.

# Agradecimentos

Primeiramente gostaria de agradecer aos meus pais por terem me dado a oportunidade de estudar na faculdade que sempre sonhei, pelo apoio e segurança que sempre me deram, nunca deixando que eu desistisse nos momentos de macro desespero. Sem eles eu nunca teria conseguido alcançar o sonho de me formar em economia na PUC-Rio. Também tenho que agradecer aos meus irmãos, Antonio Henrique Lopes da Cunha e Paula Lopes da Cunha por serem meus exemplos de vida, minha maior fonte de inspiração.

Não posso deixar de agradecer às amigadas que me acompanharam nesses quatro anos de estudo, que me ajudaram e estiveram sempre do meu lado, mostrando que essa amizade é muito mais do que estudos de madrugada e momentos de desespero econômicos – Ana Carolina Trindade, Betina Grinspun e Maria Eduarda Migliora, obrigada por serem meus anjos descobertos em 2009, que vão me acompanhar para o resto da vida, compartilhando muito mais do que emoções econométricas e monetárias. Vocês são meu orgulho e minha inspiração. Também tenho que agradecer à Leila Orenstein, Paula Simas, Juliana Vargas, Melina Bulcão e Lucas Colacino, economistas que começaram comigo e que compartilharam momentos na faculdade que nunca saíram da memória.

Em seguida, mas não menos importante, também tenho que agradecer às minhas amigas da vida toda, das quais eu tenho muito orgulho e que sempre acreditaram em mim: obrigada Carolina Mello, Isabel Amado, Luiza Santos, Marcela Pinho e Roberta Medina.

# Sumário

Introdução.....	5
Revisão Bibliográfica .....	8
<b>Riscos dos Investimentos Analisados pelos Fundos de Private Equity e Venture Capital.....</b>	<b>11</b>
Riscos Internos.....	11
Riscos Externos.....	12
Dificuldade dos Riscos de Execução.....	12
<b>Fases do Processo de Investimento e Ferramentas Mitigadoras do Problema</b>	
<b>Agente-Principal .....</b>	<b>14</b>
Screening .....	14
Contracting.....	15
Monitoring .....	15
<b>Principais Instruções Reguladoras no Brasil .....</b>	<b>17</b>
Instrução C.V.M. Nº 209 e 415.....	17
Instrução C.V.M. Nº 391 .....	17
<b>Metodologia.....</b>	<b>19</b>
<b>Características Contratuais dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital nos Estados Unidos e no Brasil.....</b>	<b>20</b>
Cláusulas Contratuais.....	20
Direitos sobre Fluxo de Caixa.....	21
Direito sobre Eleição do Conselho de Administração.....	22
Direito sobre Eleição da Diretoria Executiva e Cláusulas de Saída.....	23
Direito de Controle .....	24
<b>Conclusão: .....</b>	<b>25</b>
<b>Referências Bibliográficas.....</b>	<b>27</b>

# Introdução

Este trabalho pretende inicialmente explorar a pesquisa sobre o Problema Agente-Principal na alocação de recursos na indústria de Venture Capital. Através de uma revisão bibliográfica sobre os conflitos de interesse entre um agente - o empresário que possui um projeto que necessita de financiamento, e o principal - o investidor provedor do financiamento, irei primeiramente descrever e definir o tema em questão, apresentando posteriormente a alocação dos riscos identificados pelos fundos de Private Equity e Venture Capital durante o processo de investimento em três grupos – (i) Riscos Internos, (ii) Riscos Externos e (iii) Dificuldade dos Riscos de Execução.

Em um segundo momento, o objetivo é dar uma contribuição para os dados empíricos brasileiros sobre os diferentes instrumentos utilizados pelos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil para mitigar esses conflitos de interesse. A partir de dados empíricos estudados por Kaplan e Stromberg em “*Venture Capitalists As Principals: Contracting, Screening and Monitoring*” (2001), este trabalho irá comparar os resultados obtidos pelos dois autores em determinados países e o Brasil, observando se os mesmos instrumentos utilizados para mitigar o problema nos casos estudados também se aplicam à três casos que serão estudados no país.

Segundo Kaplan e Stromberg (2001), “theory has identified three primary ways that the investor/principal can mitigate these conflicts – structuring financial contracts, pre-investment screening, and post-investment monitoring and advising.” No *paper*, os autores realizaram um trabalho empírico com a finalidade de observar a relação entre a teoria e a prática observada nos fundos de *Venture Capital* quando realizam investimentos em outras empresas. A evidência mostrou que de fato as fases referentes à elaboração do contrato (contracting), da análise do investimento antes do aporte ser realizado (screening) e a análise e monitoramento do investimento pós-aporte (monitoring) estão intimamente inter-relacionados. Quando o fundo de *Venture Capital* analisa uma empresa, ele identifica áreas em que pode adicionar valor agregado, oferecendo diversos tipos de suporte. Na fase seguinte, em que todos os contratos referentes à aquisição das ações da empresa a ser investida estão sendo elaborados, o fundo aloca direitos, através destes contratos, para facilitar a terceira fase, de pós investimento, em monitorar e

minimizar os riscos identificados no projeto/ empresa que receberá o aporte. (Kaplan e Stromberg (2001). Este trabalho pretende analisar a mesma base teórica apresentada pelos autores e, a partir de três estudos de caso, comparar os dados empíricos brasileiros com os resultados obtidos pelos autores.

## Revisão Bibliográfica

Este capítulo tem como objetivo principal apresentar a literatura existente a respeito do problema do agente-principal e sua relação na elaboração dos contratos financeiros durante o processo de investimento de fundos de Private Equity e Venture Capital.

O problema agente-principal, aqui analisada, é embasada na Teoria do Agente desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) no seu paper “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, em que os autores inspiram-se, entre outros, em Coase (1937, 1959 e 1960), Alchian e Kessel (1962), Monson e Downs (1965), Demsetz (1967), Alchian e Demsetz (1972), Silver e Auster (1969) e McManus (1975), para definir a relação Agente-Principal como um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal(is)) engaja(m) outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em favor dele(s) próprio(s), serviço este envolvendo uma delegação de autoridade para o agente. Posner, em “*Agency Models in Law and Economics (2000)*” complementa os autores ressaltando que “é um relacionamento, no qual um indivíduo, o principal, é beneficiado quando outro indivíduo, o agente, desempenha uma tarefa para o primeiro com empenho.”

Este tipo de relação pode ser exemplificada como a relação entre executivos de uma empresa (os principais) e os acionistas (agentes) ou em qualquer relação que envolva um empregado (principal) e um empregador (agente).

Jensen e Meckling (1976) verificam que em uma relação de agência entre o principal e o agente geralmente observa-se um nítido conflito de interesses, pois “quando dois indivíduos são maximizadores de utilidade, então existe uma boa razão para acreditar que os agentes não agirão na defesa do melhor interesse do principal”. Esse conflito se torna significativo principalmente quando (i) o comportamento dos agentes por parte do principal não é observável, caracterizado como “risco moral”, e (ii) existe assimetria de informações na relação, de tal forma que o principal detém melhores informações do que o agente.

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

O *paper* mais conhecido a respeito de assimetria de informações é o mesmo realizado por Jensen e Meckling (1976). Segundo Oliver Hart (2001), os autores argumentam que o valor do projeto em questão depende das ações de gerenciamento tomadas pelos administradores da companhia, como por exemplo do consumo por parte destes executivos dos “benefícios não-pecuniários” (privilégios). Estes privilégios podem ser aqui exemplificados como escritórios extravagantes, jatos privados, etc., que são do interesse dos administradores (principal) mas não dos acionistas (agentes), dado que reduzem o valor da firma. Atualmente já existe uma extensa literatura que trata do problema de agência focada no problema do administrador possuir informação privada.

Uma outra corrente literária fornece uma perspectiva diferente para o problema de agência é o realizado por Stewart Myers e Nicholas Majluf (1984). Os autores supõem que os administradores de uma empresa possuem mais informação sobre a lucratividade da firma (ativos) do que os investidores, por exemplo, que soubessem que esses ativos possuem valor muito maior do que aquele em mente dos investidores. Com isso, se os administradores atuam em nome dos acionistas atuais (dado que eles próprios também possuem pequena participação na empresa), eles não irão levantar o financiamento através de *equity* dado que terão que emitir novas ações. A razão explicadora é o fato dessas novas ações emitidas serão vendidas a um desconto relativo ao verdadeiro valor destas, diluindo o valor da fatia dos atuais acionistas. Ou seja, administradores podem decidir por rejeitarem novos projetos rentáveis devido ao efeito de diluição. Esta ineficiência pode ser evitada quando os administradores são postos dentro de um esquema de incentivos que recompensa eles de acordo com o valor total para o acionista ao invés do valor para o acionista atual.

Ainda assim, o trabalho desenvolvido por Myers e Majluf (1984) tem como base o fato dos administradores possuírem participação na estrutura acionária da empresa o que não é suficiente para embasar soluções mitigadoras para o problema de incentivos. A solução apresentada por Jensen e Meckling (1976) é aquela que antecipa os potenciais conflitos de interesse entre um empreendedor e o investidor através da elaboração de um contrato que prevê o compartilhamento do risco entre as duas partes, por meio de mecanismos de incentivos econômicos que alinhem os interesses dos agentes com os do principal, ou seja, contratos em que tanto o agente quanto o principal ganham quando o resultado pretendido é atingido e perdem quando não é alcançado.

# Riscos dos Investimentos Analisados pelos Fundos de Private Equity e Venture Capital

O principal objetivo deste capítulo é apresentar os riscos propostos no trabalho de Kaplan e Stromberg (2004), “Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses” que os fundos de Private Equity e Venture Capital se deparam durante o processo de investimento.

## Riscos Internos

São riscos relacionados à assimetria de informação e risco moral. Um primeiro exemplo é a possibilidade do empresário que possui o projeto/ empresa que receberá o aporte não influir todo o esforço necessário para a maximização do valor do investimento após o aporte ser feito. Quanto mais difícil a observação e monitoramento por parte do fundo do esforço empreendido pelo empresário, maior é o problema de risco moral.

Um outro exemplo é exatamente na escolha do tipo de instrumento que será utilizado pela empresa para o financiamento de um novo projeto. Quando uma empresa necessita de financiamento externo para, por exemplo, o desenvolvimento de um novo projeto na companhia, esta pode realizar a captação de recursos via diferentes instrumentos, através da (i) emissão de ações para a entrada de um fundo de Venture Capital na estrutura acionária da empresa e injeção de capital direto nesta ou (ii) captação de dívida com banco, sendo estas as duas ferramentas mais utilizadas e que serão exploradas neste trabalho de monografia. Em ambos os casos a assimetria de informações entre a empresa e o agente financiador promovem a motivação para a utilização de diversos recursos contratuais como instrumentos para minimizar o impedimento da realização da relação entre a companhia e o agente financiador.

A teoria prevê que os contratos serão mais relacionados à performance do agente, sendo esta avaliada a partir de resultados observáveis e verificáveis, criando assim incentivos para o agente agir de acordo com os interesses do principal, fazendo também com que o principal tenha maior capacidade para liquidar o negócio no caso de performance baixa.

## Riscos Externos

Em um segundo “grupo” de riscos, Kaplan e Stromberg (2004) agregam todos aqueles que oferecem incerteza tanto para o principal quanto também para o agente, nomeados de “riscos externos”. Alguns exemplos seriam a dimensão da futura demanda por um produto ainda não desenvolvido, a resposta dos concorrentes à introdução de um novo produto ou a reação do mercado quando os investidores realizarem sua saída daquela empresa ou torna-la pública. Diferentemente das teorias para riscos internos, existem atualmente diferentes teorias para os resultados derivados destes riscos externos.

A teoria clássica [Stiglitz (1974), Holmstrong (1979) e Harris e Raviv (1978)] considera que quando se tratam de riscos que não estão sob o controle do agente, incentivos pecuniários atrelados ao desempenho do empresário, “*pay-for-performance*”, não irão aparecer frequentemente ou também não serão “desejados” pelo principal, pois um investidor avesso ao risco também tem que ser compensado por esses riscos tomados, não somente o agente. Com isso, quanto maior a incerteza destes riscos externos, maiores as compensações que teriam que ser dadas ao principal em um contrato de desempenho, sendo assim mais adequado a elaboração de um contrato com alta incerteza um contrato com remuneração fixa.

Para Dessein (2002) mesmo uma pequena quantidade de informação privada estando a favor dos empresários resulta em um substancial deslocamento de direito de controle para o investidor, crescendo este direito a altura que medidas de desempenho são menos verificáveis e quanto maior a incerteza referente à riscos externos – no caso de baixo desempenho, por exemplo, o direito de controle é direcionado automaticamente para o investidor.

## Dificuldade dos Riscos de Execução

“Dificuldade dos riscos de execução” é o último “grupo” de riscos abordado por Kaplan e Stromberg (2004). São aqueles que não se enquadram por serem somente riscos internos (por serem igualmente incertos para o agente e para o principal) ou somente riscos externos (por estarem até certa parte sob controle do empresário). Seriam riscos atrelados à complexidade do empreendimento e à importância do valor do capital humano do empresário.

Para Holmstrom, Bengt e Roberts (1998), o “*hold-up problem*” é caracterizado por uma situação em que o agente e o principal trabalham de forma mais eficiente quando cooperam, mas se abstêm de fazê-lo devido à preocupação que tem de fornecer à outra parte maior poder de barganha, reduzindo seus próprios lucros. Por exemplo, caso o agente e o principal trabalhem de forma conjunta ambos tem conhecimento de que seus lucros aumentaram a partir de um acordo entre as partes. Entretanto, o “*hold-up problem*” ocorre quando o principal não está disposto a aceitar os termos do acordo, mesmo que o resultado deste seja Pareto-eficiente. A razão para isso é que mesmo depois que o principal faça o aporte, o agente poderá decidir sair da empresa, aumentando com isso seu poder de barganha. Como resultado podemos esperar que ocorra dado isso um aumento nas cláusulas de saída do empreendedor durante o investimento.

# Fases do Processo de Investimento e Ferramentas Mitigadoras do Problema Agente-Principal

Para Kaplan e Stromberg (2001) existem inúmeras ferramentas capazes de solucionar todos os riscos identificados na teoria e apresentados em três “grupos” anteriormente. Os autores agruparam em três diferentes fases que permitem o principal e o agente utilizarem ferramentas para mitigar os conflitos de interesse que possuem entre as duas partes.

## Screening

A primeira fase apresentada por Kaplan e Stromberg (2001) é caracterizada como “*Screening*”. Antes do fechamento de qualquer transação, elaboração e assinatura de contrato, os investidores despendem uma quantidade significativa de tempo analisando e avaliando o a empresa ou projeto em que irão investir. A principal ferramenta para isto é através do recolhimento do maior número de informações a respeito do objeto de investimento antes da decisão final sobre o aporte que será feito. As principais informações analisadas são o tamanho do mercado do qual o investimento faz parte, a estratégia, tecnologia utilizada, cliente, competição e riscos associados ao investimento. É comum a elaboração de um memorandum de informações por parte de um dos sócios do fundo com o intuito de facilitar a apresentação daquele novo investimento para os outros sócios do fundo, que além de incluir a análise dos riscos daquele investimento possui também um racional – como será feito o aporte, em quantos *tranches*, período entre os aportes, foco do aporte (qual a necessidade de caixa, por exemplo, ou se será realizada a compra de novas máquinas e equipamentos), entre outros. Adicionalmente, dentro do memorandum, existe também uma descrição detalhada a respeito da gerência e diretoria da empresa que receberá o aporte, dado que este ponto é onde comumente os investidores possuem maior fonte de incerteza, e os principais termos que delimitarão o contrato.

## Contracting

Após a elaboração do memorandum de informações, os autores buscam entender como os riscos levantados afetam a elaboração do contrato, que é também a segunda fase definida pelos autores pela qual o principal e o agente passam, por eles nomeada de “*Contracting*”.

Nesta segunda fase, caracterizam como “*Contracting*”. A alocação dos direitos decisórios, como o direito sobre o fluxo de caixa da companhia, direitos de voto, direitos de controle e direito sobre financiamentos futuros são alguns tópicos sempre presentes na elaboração de contrato que visa minimizar conflitos de interesses futuros. Adicionalmente, direitos de liquidação também são importantes cláusulas que possuem sua alocação definida de acordo com o desempenho da companhia. Por exemplo, caso a empresa não alcance o resultado esperado, o investidor – o fundo de Venture Capital obtém todo o controle. Paralelamente ao fato de como se dará a estrutura do financiamento e entrada do investidor na companhia Franklin e Percival em “*Financing Strategies and Venture Capital, Chapter 13*” mostram que na prática a estrutura de financiamento utilizada pelas empresas é uma combinação de emissão de dívida com *equity*, as chamadas ações preferencias conversíveis.

*Ações preferenciais são uma dívida que envolve um pagamento fixo. Porém, caso o pagamento não seja realizado, isto não provocará a falência da empresa. Mas caso ocorra a falência da empresa, acionistas preferenciais possuem uma prioridade mais alta que acionistas “comuns” mas uma prioridade abaixo dos detentores de dívida. O recurso conversível permite o venture capitalist transformar sua security em equity em uma taxa pré-determinada e capturar o potencial de crescimento da empresa caso esta seja bem sucedida.*

Kaplan e Stromberg (2001) mostram ainda que *venture capitalists* também podem incluir cláusulas de não-competição e de opção de aquisição da remanescente participação acionária não controlada pelo fundo.

## Monitoring

A terceira e última solução apresentada pelos autores é a fase caracterizada por “*Monitoring*”, é a etapa de coleta de informações e atuação do fundo na empresa investida

pós-investimento. Para Kaplan e Stromberg (2001), já existe uma extensa bibliografia que apresenta a importância do papel dos fundos de Venture Capital em monitorar os administradores responsáveis pela execução do projeto ou executivos da companhia investida, adicionado também à atuação direta do VC através do aconselhamento e fornecimento de opiniões estratégicas.

De acordo com Gorman e Sahlman (1989), os *venture capitalists* despendem 60% do seu tempo gerindo seus investimentos, enquanto que o restante do tempo é gasto na prospecção de novas oportunidades. Apesar do nível de envolvimento variar de acordo com a estratégia escolhida, os *venture capitalists* se empenham em seus investimentos com o principal objetivo de maximizar o desempenho destes, fornecendo contribuições de valor agregado para a companhia e também controlando e monitorando a evolução da performance do investimento. Contribuições de valor agregado entende-se não somente pelo aporte monetário realizado, mas também por três outros serviços fornecidos pelos fundos: (i) suporte à problemas e aspectos operacionais, (ii) analisar, revisar e formular a melhor estratégia para o negócio e (iii) preenchendo a equipe de gestão, através do recrutamento de executivos chaves para o negócio [Barney et al. (1996), Gorman e Sahlman (1989), Hellmann e Puri (2002), MacMillan et al. (1989), Rosenstein et al. (1993), Sapienza (1992), Sapienza et al. (1996)].

Outros trabalhos também identificaram evidência empírica de ações de pós-investimento por parte do principal. Para Lerner (1995), é mais provável que os *venture capitalists* sejam incluídos nos conselhos de administração de companhias privadas em períodos em que o CEO (*chief executive officer*, em inglês) destas mudam.

Este monitoramento pode ser realizado através de uma série de ferramentas, entre as quais: entrar para o conselho das companhias em que o investimento foi realizado, adotar um plano de opções, contratação de vice-presidentes, fornecimento de um relatório de acompanhamento pela gestão, entre outros.

# Principais Instruções Reguladoras no Brasil

Neste capítulo serão apresentadas as principais instruções e deliberações do órgão regulador deste mercado, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que condicionam as operações deste mercado no país.

## Instrução C.V.M. Nº 209 e 415

Em 1994, foi criada pela CVM a Instrução Normativa nº 209 (ICVM-209), que regula os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Entende-se por Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, aqueles constituídos sob a forma de condomínio fechado, e que tratam de uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes.

É caracterizado por ser um fundo que possui restrição de investimentos, pois só podem ser realizados em empresas cujo faturamento no ano anterior ao investimento tenha sido de até R\$150 milhões, e que não façam parte de grupos com patrimônio superior a R\$300 milhões, também relativo ao ano anterior ao investimento. Além disso, o valor mínimo das quotas para subscrição é de R\$20.000,00, o número máximo de investidores é de 35 e o prazo de duração máximo é de 10 anos, prorrogáveis de acordo com deliberação dos investidores em assembleia geral de quotistas.

Essa instrução foi complementada em fevereiro de 2005 pela Instrução CVM Nº. 415 que trata dos fundos de investimento em empresas emergentes inovadoras. Por empresa emergente inovadora entende-se aquela empresa que seja constituída sob a forma de sociedade anônima e cuja atividade principal seja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, nos termos do inciso IV do art. 2º da Lei no 10.973, de 2004".

## Instrução C.V.M. Nº 391

Em 2003 foi criada a Instrução Normativa nº 391 (ICVM-391), que regula os Fundos de Investimento em Participações (FIP). Entende-se por esse tipo de fundo aquele constituído sob a forma de condomínio fechado e que trata de uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas. Ao contrário dos FMIEEs, não possui restrição de investimento. O valor mínimo das quotas para subscrição é de R\$100.000,00 e só podem receber investimentos de investidores qualificados (O artigo 109 da ICVM-209 dá a definição de investidores qualificados). Precisam obrigatoriamente adotar modelos de governança que incluam, por exemplo, conselho consultivo, comitês técnicos, comitês de investimento ou outros, garantir a efetiva participação do gestor na governança das empresas investidas, dispor, em regulamento, o processo decisório para realização, pelo fundo, de investimentos e desinvestimentos.

# Metodologia

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

Em seguida, serão obtidas evidências empíricas das práticas contratuais do mercado brasileiro por meio da análise de três Acordos de Acionistas celebrados entre empresas investidas e fundos de Venture Capital e Private Equity.

# Características Contratuais dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital nos Estados Unidos e no Brasil

Neste capítulo serão analisados os principais instrumentos contratuais utilizados no mercado brasileiro para as operações de Venture Capital e Private Equity, a partir de um estudo de caso realizado com três empresas abertas brasileiras e comparadas com os resultados obtidos por Kaplan e Stromberg (2001) para os Estados Unidos. Os casos analisados são:

- Inbrands S.A., holding especializada no ramo de moda brasileiro;
- Estácio Participações S.A., empresa focada no ramo de educação; e
- BR Malls Participações S.A., empresa focada no mercado de shopping centers.

## Cláusulas Contratuais

De acordo com o trabalho de Gompers e Lerner (2001), se todos os possíveis retornos da empresa empreendedora não podem ser previstos com precisão e se o esforço do empreendedor não pode ser medido de maneira precisa, torna-se difícil a preparação de um contrato financeiro entre as duas partes.

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

## Direitos sobre Fluxo de Caixa

Kaplan e Stromberg (2001) asseguram que os direitos sobre o fluxo de caixa são um instrumento de contingência utilizado pelos fundos de Private Equity e Venture Capital para mensurar tanto o desempenho financeiro daquele investimento quanto também do desempenho não-financeiro.

Com relação à avaliação da performance financeira do investimento, os resultados obtidos mostraram que os direitos de fluxo de caixa e de controle estão intimamente relacionados. À medida que a performance da companhia melhora, o empresário retém/obtem maior direito de controle. Caso a companhia possua um desempenho excepcional, o fundo obtém todos os direitos sobre os fluxos de caixa da empresa, mas renuncia a todo ou quase todo seu direito de controle e liquidação.

A primeira implicação obtida pelos autores a partir desse resultado é que a importância do direito sobre os fluxos de caixa são consistentes com as teorias do agente-principal [Holmstrom (1979), Harris e Raviv (1979), Lazear (1986), entre outros]. Os fundos Venture Capital mudam a função de remuneração do empreendedor, fazendo esta mais sensível ao desempenho dele quando problemas de informação assimétrica e de incentivos são mais presentes.

- Inbrands S.A.: os direitos sobre o fluxo de caixa da companhia, aqui entendidos como sendo os direitos sobre a distribuição de dividendos da Inbrands S.A., está sobre competência do Conselho de Administração, sendo este então responsável pela deliberação, de acordo com proposta apresentada pela administração, sobre a destinação do lucro do exercício e a distribuição de dividendos;

- Estácio Participações S.A.: a companhia possui sua política de remuneração da diretoria executiva atrelada à um plano de compra de ações, sendo esta também interligada diretamente à performance apresentada pelos diretores. Entretanto, a empresa em seu Acordo de Acionistas, já delibera um percentual máximo de 5% ao qual o capital social da empresa está “disponível” para a potencial diluição. Adicionalmente, a companhia deve distribuir pelo menos 50% do lucro líquido do exercício.

- BR Malls Participações S.A.: os direitos sobre o fluxo de caixa da companhia, aqui entendidos como sendo os direitos sobre a distribuição de dividendos da BR Malls Participações S.A., está sobre competência do Conselho de Administração, sendo este então responsável pela deliberação, de acordo com proposta apresentada pela administração, sobre a destinação do lucro do exercício e a distribuição de dividendos;

## Direito sobre Eleição do Conselho de Administração

Os fundos de Venture Capital tem um importante papel na formação e escolha/recrutamento da equipe de gestão do negócio que receberá o aporte para os investimentos analisados por Kaplan e Stromberg (2001). Em 14% dos investimentos analisados, os fundos desempenham seu papel na formação e escolha da equipe antes do aporte ser realizado e em 50% dos investimentos os fundos explicitamente esperam ter um papel significativo neste quesito após o investimento ser realizado. Algumas vezes isto pode incluir substituir o empresário fundador, mas mais frequentemente trata-se de uma questão de fortalecer e ampliação da administração existente através da contratação de executivos experientes.

Para os três estudos de caso analisados neste trabalho de monografia, temos os seguintes resultados:

- Inbrands S.A.: o Conselho de Administração da companhia será composto por no mínimo 5 membros e no máximo 9. O fundo de investimento (Acionista Grupo A, como definido no Acordo de Acionistas da companhia) possui o direito de nomear, no mínimo 4 membros e no máximo 8, sempre em comum acordo com os Acionistas do Grupo B (como definido no Acordo de Acionistas da companhia).

- Estácio Participações S.A.: cada um dos acionistas se obrigará a indicar um membro do Conselho de Administração, totalizando no mínimo 7 membros e no máximo 9, tendo cada uma das Partes o mesmo número de representantes no Conselho. O acionista fundador será o responsável por eleger o Presidente do Conselho de Administração.

- BR Malls Participações S.A.: o fundo de investimento terá direito a eleger 2 membros titulares para o Conselho de Administração da companhia e 2 membros suplentes, possuindo com isso um terço dos total das cadeiras.

## Direito sobre Eleição da Diretoria Executiva e Cláusulas de Saída

O resultado apresentado para os investimentos analisados por Kaplan e Stromberg (2001) referente ao direito sobre eleição da diretoria executivo é que os contratos geralmente incluem cláusulas que dificultam a saída do empresário, como cláusulas de não concorrência e de aquisição, mitigando com isso o “*hold-up problem*” mencionado anteriormente neste trabalho de monografia, entre o empreendedor e o investidor. Cláusulas de aquisição são mais comuns em investimentos em fase inicial, em que o “*hold-up problem*” é mais presente.

Para os três estudos de caso analisados neste trabalho de monografia, temos os seguintes resultados:

- Inbrands S.A.: O fundo indicará o Diretor Presidente e Diretor Financeiro da companhia, podendo os outros acionistas vetarem tais indicações. O Acordo de Acionistas inclui também cláusulas de *lock-up*, *drag along* e *tag along*.

- Estácio Participações S.A.: o fundo apresentará uma lista de 3 potenciais nomes para os cargos de Diretor-Presidente e de Diretor-Financeiro da companhia e caberá ao acionista fundador escolher entre estes três nomes. O Acordo de Acionistas inclui também cláusulas de *lock-up*, estando todos os acionistas impedidos de vender ou alienar suas ações para terceiros durante três anos a partir da data da assinatura do Acordo de Acionistas.

- BR Malls Participações S.A.: ambos Diretor Presidente e Diretor Financeiro serão nomeados por maioria no Conselho de Administração, não possuindo o fundo com isso influência direta na indicação destes. Adicionalmente, o Acordo de Acionistas da companhia inclui também cláusulas de *lock-up*, estando todos os acionistas impedidos de

vender ou alienar suas ações para terceiros durante dois anos a partir da data da assinatura do Acordo de Acionistas, de *drag along* e de *tag along*.

## Direito de Controle

No *paper* de Kaplan e Stromberg (2001) o resultado sobre direitos de votos, liquidação e controle foram tais que mostraram que estes são alocados de forma que caso a companhia apresente um baixo desempenho, o fundo de Venture Capital obtém todo o controle. À medida que a performance da companhia melhora, o empresário retém/ obtém maior direito de controle. Caso a companhia possua um desempenho excepcional, o fundo obtém todos os direitos sobre os fluxos de caixa da empresa, mas renuncia a todo ou quase todo seu direito de controle e liquidação.

Para os três estudos de caso analisados neste trabalho de monografia, temos os seguintes resultados:

- Inbrands S.A.: Com relação ao Direito de Voto, o principal ponto estabelecido no Acordo de Acionistas refere-se ao fato de as partes atuarem como um só bloco nos momentos de voto nas Assembleias Gerais de Acionistas da Companhia. Para tal cria-se a figura de uma reunião Prévia para o entendimento entre as partes. Caso não haja consenso sobre determinada matéria de deliberação da Assembleia Geral, todas as partes deverão votar para que a situação atual da companhia mantenha-se inalterada.

- Estácio Participações S.A.: Assim como no Acordo de Acionistas da Inbrands S.A., a Estácio possui a mesma posição com relação ao Direito de Voto.

- BR Malls Participações S.A.: o Acordo de Acionistas da companhia obriga todas as partes a votar, não necessariamente em comum acordo, vencendo a maioria.

## Conclusão

A partir da revisão bibliográfica e da análise empírica baseada principalmente no *paper* de Kaplan e Stromberg (2001), e também dos três estudos de caso aqui apresentados neste trabalho de monografia, algumas questões puderam ser apontadas.

A primeira delas é o fato do Acordo de Acionistas das três empresas abertas analisadas são o principal instrumento que assegura os principais direitos dos acionistas das respectivas companhias como, por exemplo, o Direito de Voto, Direito de Nomeação de Membros do Conselho da Administração, Direito de Nomeação de Membros da Diretora Executiva, entre outros.

Adicionalmente, vale mencionar que todos os direitos acima mencionados estão intimamente relacionados com os Direitos sobre Fluxo de Caixa e Direitos de Controle das companhias, dado que são os principais instrumentos pelos quais os fundos investidores nessas empresas se tornam atuantes. Isto vai de encontro ao que os autores mencionam em seus resultados, que inserir cláusulas contratuais permite a alocação separadamente de direitos sobre os fluxos de caixa, votos, conselho, liquidação, entre outros e que a alocação de direitos de controle entre o fundo e o empresário é o ponto central na em questões contratuais.

Dado que as informações referentes à fase antes do processo de investimento das três empresas em que os estudos de caso foram baseados não são públicas, como o memorandum de informações dos fundos de Private Equity e Venture Capital que investiram nelas, nossa análise não consegue observar se de fato os resultados obtidos pelos autores para a primeira fase do processo de investimento, “*Screening*”, também são presentes para os casos brasileiros. Kaplan e Stromberg (2001) buscando entender como os riscos levantados afetam a elaboração do contrato, identificaram que dentre todos os fatores de riscos levantados pelos investidores, o risco relacionado à gerência é o que mais afeta a elaboração do contrato. Quando este se faz presente, os *venture capitalists* asseguram que a estrutura contratual fornecerá um maior nível de controle para os eles, tanto em termos de votos e assentos no conselho, como também à uma fração maior do capital investido comprometido com o atingimento de metas. Adicionalmente ao risco relacionado à gerência do investimento, a evidência empírica também identificou que a

avaliação inicial da equipe de administração está relacionada à subsequente performance desta e, em suma, os resultados obtidos confirmam que os *venture capitalists* despendem grande quantidade de tempo e esforço avaliando e analisando a potencial transação.

Mas vale ainda mencionar que os autores também observaram que apesar da maioria dos *venture capitalists* esperarem explicitamente que sejam atuantes no investimento, em aproximadamente 20% destes os fundos também estavam preocupados na quantidade necessária de tempo que teriam que despende naquela nova companhia investida. Isto significa que apesar dos fundos terem um papel importante no monitoramento dos seus investimentos, eles não tem a intenção de se tornarem parte envolvida diretamente na companhia.

## Referências Bibliográficas

ALLEN, Franklin, PERCIVAL, John. *Financing Strategies and Venture Capital*,  
*Chapter 13*  
The Wharton School

CVM, Instrução Normativa 209; Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.

CVM, Instrução Normativa 391; Fundos de Investimento em Participações.

DESSEIN, Wouter, *Information and Control in Alliances and Ventures*  
University of Chicago, Working Paper, 2002

GOMPERS, Paul, LERNER, Josh, *The Venture Capital Cycle*  
The MIT Press, Cambridge, MA, 1999

GORMAN, Michael, SALHMAN, William, *What do Venture Capitalists Do?*  
Journal of Business Venturing, No 4, págs. 231-248, 1989

HART, Oliver. *Financial Contracting*  
National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8285 2001

HOLMTRONG, BENGT & ROBERTS, *The Boundaries of the Firm Revisited*  
Journal of Economics Perspectives, No 12, 1998

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*  
Journal of Financial Economics, 3, 1976.

KAPLAN, Steven N., STROMBERG, Per. *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*.  
National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8202 2001

KAPLAN, Steven N., STROMBERG, Per. *Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*  
The Journal of Finance, Volume LIX, No 5 Outubro 2004

LERNER, Joshua, *Venture Capitalists and The Oversight of Private Firms*  
Journal of Finance, No 50, págs. 301-318, 1995

MYERS, Stewart, MAJLUF, Nicholas *Corporate Finance and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*  
Journal of Financial Economics, 13, 1984

POSNER, E. A. *Agency Models in Law and Economics*  
John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 92, série 2. 2000

SAHLMAN, W. A. *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations.*  
Journal of Financial Economics, 27 pág. 473-52, North-Holland 1991

ANEXO I – Acordo de Acionistas da Estácio Participações S.A.

ANEXO II – Acordo de Acionistas da BR Malls Participações S.A.