

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa  
LLM em Direito Societário**

**Alessandro Finck Saweljew**

**ACORDO DE ACIONISTAS EM *PRIVATE EQUITY***

**São Paulo  
2013**

**Alessandro Finck Saweljew**

**Acordo de Acionistas em *Private Equity***

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Societário  
Orientador: Prof. Dr. Daniel Kalansky – Insper

**São Paulo  
2013**

Saweljew, Alessandro Finck

Acordo de Acionistas em *Private Equity*/ Alessandro Finck  
Saweljew; orientador: Daniel Kalansky – São Paulo: Insper, 2013.  
97 f.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito Societário  
– LLM). Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto  
de Ensino e Pesquisa.

1. Acordo de Acionistas 2. *Private Equity*

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Alessandro Finck Saweljew  
Acordo de Acionistas em *Private Equity*

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Societário

Aprovado em:

### Banca Examinadora

Prof. Dr. Daniel Kalansky  
Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a). Dr (a)

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a).Dr(a).

Instituição:

Assinatura: \_\_\_\_\_

**Agradeço ao meu orientador e a todos da família pela paciência e compreensão.**

## RESUMO

Este trabalho trata de analisar os acordos de acionistas formulados no âmbito dos investimentos em *private equity*.

Palavras-chave: Acordo de Acionistas; *Private Equity*.

## **ABSTRACT**

This research comes to analyzing the shareholders agreements formulated under of investments in private equity.

Keywords : Shareholders agreements; private equity.

## SUMÁRIO

1. Introdução.....	9
2. Financiamentos PE/VC.....	13
2.1. Tipos de financiamentos.....	22
2.2. Fundos FIP / FMIEE.....	27
2.3. Investidores Estrangeiros.....	32
2.4. Casos Ilustrativos.....	37
3. Acordo de Acionistas.....	43
3.1. Acordos típicos e atípicos.....	49
4. Acordos de Acionistas em <i>Private Equity</i> .....	52
4.1. Cláusulas Especiais.....	53
4.2. Direitos Políticos do Acionistas.....	57
4.2.1. Participação obrigatória na Administração.....	58
4.2.2. Conselho de Administração e Diretor financeiro.....	62
4.2.3. Ações com Direito a Veto.....	64
4.2.4. Questões de Governança Corporativa.....	66
4.3. Direitos Econômicos dos Acionistas.....	75
4.3.1. Preferência na Liquidação.....	76
4.3.2. Direito de Primeira Oferta <i>versus</i> Direito de Preferência.....	79
4.3.3. Debêntures Conversíveis.....	81
4.3.4. Ações Resgatáveis.....	85
4.3.5. Imutabilidade das cláusulas de proteção ao investidor.....	87
4.4. Mecanismo anti-diluição.....	89
4.5. Mecanismos de Saída (retirada ou desinvestimento).....	91
4.6. <i>Tag Along e Drag Along</i> .....	94
4.7. Execução do Acordo - conflitos entre o Gestor e a empresa investida.....	97
5. Conclusão.....	102
Referências.....	105



## 1. . Introdução

O exercício da empresa envolve diversas situações, sendo as decisões financeiras umas das mais importantes. O termo “finanças” está sempre relacionado à duas vertentes, quais sejam, decisões de investimento e decisões de financiamento. Dentre as formas de financiamento disponíveis aos empresários no mercado temos basicamente a captação de recursos no mercado financeiro de crédito, como empréstimo bancário, por exemplo, ou valer-se do mercado de valores mobiliários, como a debênture e outros títulos. A par dessas, somente a captação de recursos entre os sócios fundadores, ou trazendo novos sócios para a empresa, com o aporte de recursos e aumento do capital social da companhia.

O *Private Equity* (PE) é justamente dessa última espécie, uma forma da empresa se financiar pela injeção de recursos oriundas de um novo sócio, um fundo de investimentos, o qual terá como característica marcante a data certa para entrar e sair dos quadros sociais da empresa, além de exercer forte influência na administração.

Certas empresas não são grandes, bem sucedidas ou tradicionais o suficiente para acessar o mercado aberto de ações, ou estão passando por dificuldades financeiras que as impede de ter acesso aos créditos bancários. Para essas empresas, o mercado de *private equity* pode ser uma opção.

Embora não seja algo recente no Brasil, esse tipo de investimento tem crescido nos últimos anos, principalmente para investimento em empresas ainda em fase de maturação dos negócios, com boas perspectivas de crescimento.

Dados históricos publicados em 2012 pela EMPEA - *Emerging Markets Private Equity Association*, mostram que o volume de captação neste mercado no Brasil em 2011 foi de US\$ 7 bilhões, sendo que no ano de 2010 esse valor estava em torno de US\$ 1 bilhão.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Emerging Markets Private Equity Association, **EMPEA Industry Statistics Fundraising & Investment Analytics** – Thru Q3 2012, publicado em 05 de Novembro de 2012.

Os Fundos de *Private Equity* (PE) procuram investir em empresas em fase de maturação, trazendo para a empresa, além de recursos financeiros, o seu expertise em administração para melhorar a gestão e proporcionar o crescimento do negócio.

O PE envolve diversas negociações e alguns acordos formais para concretizar a operação, sendo os principais deles o Contrato de Investimento, que trata das bases do negócio, e o Acordo de Acionistas, que geralmente cuida da relação de direitos e obrigações entre o sócio-investidor e sócio-empresário na gestão e no dia-a-dia da empresa.

Entre os dois contratos mencionados, entendemos que o acordo de acionistas é o contrato que tem mais relação com o *LLM* em Direito Societário, sendo tratado, mesmo que indiretamente, por diversos professores ao longo do curso, a exemplo dos módulos de Finanças, Contabilidade, Introdução ao Direito Empresarial, Governança Corporativa, e Operações Societárias, recebendo por fim um módulo exclusivo de estudo ao longo do curso.

Sendo assim, dada a relevância do tema e a pertinência com o curso frequentado, o Acordo de Acionistas nos investimentos denominados *Private Equity* foi elencado como de maior interesse para o desenvolvimento do trabalho de conclusão do curso.

O tema se justifica pela atualidade e pelo volume de investimentos comprometidos no Brasil, conforme já mencionamos, além da existência de 144 organizações gestoras e mais de 252 veículos de investimentos no Brasil.<sup>2</sup>

No ano de 2012, das transações de fusão e aquisição anunciadas pela imprensa, 38% envolviam participações de fundos de *Private Equity*.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009., pág. 133.

<sup>3</sup> PWC, Mergers and acquisitions in Brazil – September 2012, página 8, in [http://download.brazilprivateequity.com.br/PPT\\_Webcast\\_28NOV2012\\_FINAL.pdf](http://download.brazilprivateequity.com.br/PPT_Webcast_28NOV2012_FINAL.pdf), acessado em 04 de fevereiro de 2012.

A par disso, não se encontra farta literatura específica sobre o Acordo de Acionistas em *Private Equity*.

O trabalho não tem objetivos dedicados à cadeira de Finanças, embora o tema tenha ligação com a matéria por tratar de contrato que, por envolver determinado tipo de investimento, sofre modificações em sua estrutura para se adequar aos interesses envolvidos.

Não se pretendeu um trabalho para tratar do Acordo de Acionistas de forma ampla, como espécie de negócio jurídico, com todas as suas especificidades inerentes, mas sim aquele Acordo de Acionistas específico, envolvendo duas partes bem delimitadas, quais sejam, um fundo de PE e uma empresa investida.

Não foi objeto de estudo outros contratos inerentes ao investimento, como *term sheet*, *due diligence*, ou acordos de investimentos.

O objetivo foi sinalizar as diferenças entre um acordo de acionistas regular, e aquele envolvendo um PE. Demonstramos a razão de existir de cada possível cláusula contratual no Acordo de Acionistas que visa alinhar os interesses de investidores, empreendedores e gestores no PE.

Foi abordado no trabalho situações que poderiam influenciar na elaboração de cláusulas consideradas especiais nos acordos de acionistas envolvendo investimentos de *private equity*, tais como mecanismo participação obrigatória na administração, níveis de governança corporativa, direito de veto, desinvestimento, dentre outras.

Para tanto foi necessário elaborar um conceito para cláusulas especiais com o fim de viabilizar o trabalho, o que permitiu algumas conclusões mais objetivas sobre o tema.

Foi necessário também adaptar o sumário previsto no projeto inicial para adequá-lo a realidade do trabalho.

Após tratar das matérias introdutórias, como as características do *private equity* e o acordo de acionista em geral, o trabalho passou a ser um processo de reflexão e conclusão autoral sobre cada situação levantada como cláusula especial, onde os dados informativos, como os presentes no censo sobre *private equity* no Brasil, socorreram mais do que a doutrina especializada.

Com relação a nomenclatura, quando tratou-se de “acordos comuns ou acordos regulares” referimo-nos àqueles acordos de acionistas não relacionados ao investimento de PE. Da mesma forma, a palavra “acordo”, sozinho, teve a ideia de acordos de acionistas.

## 2. Financiamentos PE/VC;

Introdução.

De forma geral, o denominado *private equity* (PE) nada mais que uma forma de investimento. Olhado pelo lado do empreendedor, é evidentemente uma forma de financiamento, ou seja, uma maneira de obter recursos para desenvolver os negócios da sociedade.

Para tanto, o empreendedor aliena uma parcela da participação no capital social da empresa em troca do investimento. Esse investimento não é apenas de recursos pecuniários, pois além do capital a empresa recebe apoio na gestão dos negócios com objetivo de agregar valor ao negócio.

O PE são investimentos geralmente direcionados para empresas de capital fechado ainda em fase de desenvolvimento.

Olhando novamente pelo lado do empreendedor, entendemos que o PE/VC é uma forma de financiamento a disposição do empreendedor, mas não é a única. Assim, a empresa investida precisa mensurar bem se vale a pena receber esse tipo de financiamento e, principalmente, se está preparada para isso. É preciso checar se o capital pode ser adquirido de outra forma menos onerosa, ou se a administração e a governança podem ser alcançadas com a contratação de uma consultoria, por exemplo. Se a resposta for positiva, talvez os investimentos de PE/VC não sejam os mais indicados para a empresa.

### Breve desenvolvimento histórico<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Dados históricos levantados no curso de *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 52.

Os primórdios da indústria de *private equity* aconteceu nos Estados Unidos, no início do século 20, com os escritórios que administravam a fortuna de famílias ricas da época, como os Rockefellers. Tais famílias investiram em empresas como a AT&T e a McDonalds-Douglas, o que pode ser considerado como o embrião dos investimentos de PE.

A indústria de PE se desenvolveu ao longo da 2<sup>a</sup>. Guerra Mundial com os investimentos do governo americano em novas tecnologias. Considera-se que o primeiro veículo de investimento em PE foi formalmente estabelecido em 1946, era denominado de ARD (American Research Development), foi constituído por profissionais relacionados de alguma forma ao MIT (Massachusetts Institute of Technology Universidade de Harvard)<sup>5</sup>.

Outra fase importante para a indústria de PE foi o desenvolvimento das empresas de tecnologia no Vale do Silício, Califórnia, na década de 70, que tiveram ajuda de capital privado na modalidade de *private equity* e *venture capital*, como por exemplo a HP, Microsoft, Apple, e a Intel.

A década de 80 foi marcada pelos investimentos em grandes operações em detrimento das empresas em desenvolvimento. Os investimentos em empresas em fase de desenvolvimento foi retomado nos anos 90.

No Brasil, o primeiro veículo de investimento típico de PE foi levantado no ano de 1993, chamado de GPI, pela GP Investimentos. O veículo era direcionado ao mercado brasileiro e tinha U\$S 500 milhões para investir. No ano seguinte, foi editada a instrução CVM 209/94, que possibilitou aos fundos de pensão realizar investimentos em empresas de capital fechado. Nos anos seguintes o PE foi difundido pela América Latina, e a estabilização da moeda, aliada a fase de privatizações no Brasil, permitiu o desenvolvimento da indústria da PE no país com o surgimento de veículos levantados por organizações gestoras internacionais, como a Advent International, AIG Capital, Darby International, e a West Sphere.

---

<sup>5</sup> LERNER, Joshua. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. New York, in *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 53

Entre os anos de 1999 e 2000, com o surgimento das empresas “ponto com”, houve a maior expansão dos investimentos de PE no Brasil, passando de U\$S 200 milhões em 1999 para U\$S 1,1 bilhão em 2000. No mesmo ano foi fundada a ABVCAP (Associação Brasileira de PE/VC)<sup>6</sup>.

Em 2003 ocorreu a medida que consideramos a mais importante para o desenvolvimento da indústria do PE/VC no Brasil, que foi a edição da instrução CVM 391/2003. A norma trouxe novo formato para criação dos veículos de investimentos, possibilitando a criação de diversas organizações gestoras, o que por sua vez elevou o número de investimentos, sobremaneira dos fundos de pensão.

Atualmente o Brasil possui U\$S 34 bilhões em investimentos comprometidos em PE, com 140 fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* e 236 veículos de investimento. De 2005 a 2009 foram 554 companhias investidas, com 37 aberturas de capital (*IPO's*) que somaram R\$ 31.3 bilhões.<sup>7</sup>

## **Atores e ciclo.**

De forma geral os investimentos em PE possuem basicamente quatro atores<sup>8</sup>: investidor, organização gestora, veículo de investimento e empresa investida.

O investidor evidentemente é o dono do capital que será investido. É ele quem tem a expectativa do retorno e portanto será o detentor dos lucros alcançados pelo investimento.

---

<sup>6</sup> “...entidade que representa o “capital empreendedor” no Brasil. A instituição é voltada ao estímulo, desenvolvimento e propagação de investimentos de longo prazo no setor real da economia brasileira.” Conceito extraído do curso *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 79.

<sup>7</sup> Dados retirados da aula nº 10, ministrada em Dezembro/2012, no LLM – Direito Societário do Insper, professor Daniel Kalansky.

O investidor pode ser uma pessoa física ou jurídica, geralmente considerados investidores qualificados, como fundos de pensões e o próprio governo por intermédio da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP)<sup>9</sup>.

A organização gestora é a pessoa jurídica que vai captar os recursos junto aos investidores. Ela é responsável pela constituição e gestão dos veículos de investimento.

Os veículos de investimento são constituídos sob a forma de fundos de investimentos, sendo os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) os mais indicados ao investimentos em PE, conforme capítulo específico a seguir.

Os recursos captados junto aos investidores são aportados nos veículos de investimentos (FIP), que como dissemos serão geridos pela organizações gestoras.

Os veículo de investimentos passam a comprar participações nas empresas investidas. Essa operação pode ocorrer pela compra direta de ações ou pela aquisição de títulos de dívida da empresa, como debêntures, por exemplo.

As organizações gestoras são formadas por gestores que auxiliam na administração e gestão dos recursos investidos, participando das decisões e rumos dos negócios. Eles são responsáveis pela captação de recursos, pela seleção das oportunidades de negócios, estruturação dos investimentos, acompanhamento e monitoramento das empresas que integram o portfólio do fundo, e saída do investimento.

Os gestores são remunerados de acordo sua performance, ou seja, empresas que tem seu valor potencializado geram maiores retornos aos gestores.

---

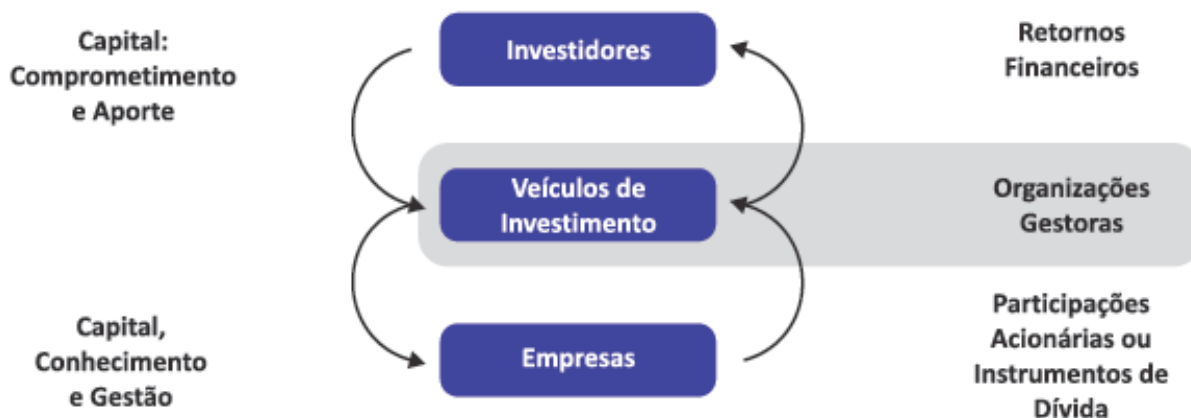
<sup>9</sup> “A FINEP é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) que atua em toda a cadeia da inovação, com foco em ações estratégicas, estruturantes e de impacto para o desenvolvimento sustentável do Brasil. Ela procura financiar todo o sistema de Ciência, Tecnologia & Inovação, combinando recursos reembolsáveis e não-reembolsáveis, assim como outros instrumentos, tendo um grande poder de indução de atividades de inovação, essenciais para o aumento da competitividade do setor empresarial” em *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 141.



Com o desenvolvimento da empresa, desde que bem administrada, seu valor de mercado tende a crescer e, após alguns anos de maturação, seu valor de mercado estará teoricamente maior.

Quando o valor de mercado atinge o ponto esperado pelo investidor, o veículo sai da empresa com a alienação de sua participação naquela sociedade, e devolve-se ao investidor os recursos iniciais mais os ganhos obtidos na operação. O ganho do investimento se dá pela diferença entre o valor de compra inicial das ações e o valor final de alienação.

Podemos sintetizar esse ciclo de investimento do PE com o organograma a seguir<sup>10</sup>:



Conforme os ensinamentos do Professor Daniel Kalansky, pode-se resumir o ciclo de investimentos na seguinte ordem<sup>11</sup>:

- (1) Emissão de cotas pelo FIP;
- (2) Subscrição e integralização das cotas pelos investidores;
- (3) Investimento dos recursos do FIP, durante o período de investimento, em participações nas companhias alvo;
- (4) Rendimentos provenientes da venda de participações, pagamento de dividendos, entre outros tipos de distribuição;

<sup>10</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 78.

<sup>11</sup> Aula nº 10 , ministrada em Dezembro/2012, no LLM – Direito Societário do Insper, professor Daniel Kalansky

(5) Amortização das cotas do FIP, conforme regulamento do FIP.

No modelo Norte Americano, os veículos de investimento são estruturados na forma dos chamados *Limited Partnership*. Neste modelo as organizações gestoras são denominadas *General Partners* (GP) e os investidores são os *Limited Partners* (LP). As GP são as responsáveis legais pelo investimento, e respondem ilimitadamente com seu patrimônio pelo resultado do negócio, ao passo que o LP tem responsabilidade limitada ao volume do capital aportado no negócio.

Conseqüentemente, as GP participam mais ativamente da administração das empresa investidas, determinando os rumos dos negócios e o momento do desinvestimento. Já os LP, dada a sua condição de responsável limitado, não tem participação ativa nas empresas.

No Brasil, embora semelhante, os modelos de estruturação são diversos do americano. Por aqui as estruturas dos investimentos estão regulados pelas instruções CVM 209/2004 e CVM 391/2003, que instituíram os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) e os Fundos de Investimentos em Participações (FIP), respectivamente, que serão abordados mais detalhadamente em tópico específico.

O FIP, introduzido por ultimo pela CVM, reúne a possibilidade de investimento tanto em companhias abertas quanto em fechadas, sua estruturação é bastante flexível, uma vez que a Instrução CVM 391 permite que grande parte das regras para seu funcionamento seja estipulada no próprio regulamento do fundo, tais como patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização e prazo de vida do fundo (os fundos de PE devem ter prazo certo de encerramento).

De modo geral os fundos de PE preferem investir em empresas mais estruturadas. Isso se deve ao fato de que empresas menores exigem esforços maiores de estruturação e organização para obter o retorno esperado, o que vai impactar diretamente no custo e no tempo de saída do investimento. Em tese, empresas menores e sem histórico seriam menos atraentes ao Mercado, impactando também no momento de saída do investimento. Isso se aplicaria mais a saída via bolsa de

valores do que propriamente para a venda da empresa à terceiros ou recompra pelos fundadores.

As fases que consideramos mais importantes no ciclo do investimento são a escolha da empresa alvo, o monitoramento, e a saída.

A escolha do investimento é praticamente determinante para o sucesso do investimento. Como veremos adiante, há casos de fracasso total no investimento em virtude da má avaliação dos gestores na escolha da empresa alvo, como no caso da Cia aérea BRA, cujos detalhes abordaremos ao longo do trabalho.

Para essa introdução aos investimento de *Private Equity*, sem querer abordar todos os temas financeiros que envolvem a escolha da empresa alvo, acreditamos que é suficiente mencionar que o perfil das empresas investidas é o de uma empresa com alto risco e alto potencial de crescimento. Essas empresas tem pouco patrimônio, fluxos de caixa nada promissor no curto prazo e necessitam de investimentos em pesquisa e desenvolvimento do produto ou serviço, além de poucos recursos para expandir os negócios (crescimento orgânico ou inorgânico).

Escolhida a empresa, para tirá-la do quadro de risco e transformá-la em empresa interessante a novos investidores e ao mercado de modo geral, o choque de administração (gestão) é essencial. É verdade que algumas empresas já são bem administradas e possuem até níveis de governança corporativa bem desenvolvidos, todavia nem todos os casos são assim.

Pela própria característica do investimento de PE, é essencial a participação efetiva dos gestores na administração das empresas investidas.

Geralmente as empresas investidas não tem a administração totalmente profissionalizada. Os sócios fundadores não tem formação específica e entendem mais do produto do que da administração. A inserção de uma administração mais efetiva e profissional tem papel fundamental na evolução e desenvolvimento do negócio, garantindo assim melhores chances de retorno do capital investido.

Para ilustrar a importância da administração dos fundos nas empresas investidas, vamos citar o caso Apple Inc., empresa que recebeu capital de investidores nos primórdios de sua criação.

Embora a Apple ainda fosse uma empresa em fase de *start up*, mais afeta ao investimento de *venture capital*, o papel do investidor de risco Mike Markkula foi fundamental para o lançamento do Apple II no ano de 1977.

Naquela época Steve Jobs não tomava banho, não cortava os cabelos e só andava descalço a maioria do tempo. Seu sócio e engenheiro responsável da Apple, Stephen Wozniak, não ficava atrás na péssima apresentação, sendo conhecido como astro nerd da eletrônica na Homestead High.

Mike Markkula foi responsável por incutir na cabeça de Jobs a importância do marketing na apresentação de seus **produtos**. Markkula escreveu nas filosofias de marketing da Apple Inc.: “se o apresentarmos (o produto) de uma maneira desleixada, ele será percebido como desleixado; se o apresentarmos de uma maneira criativa, profissional, vamos imputar as qualidades desejadas”.

Pelo resto da vida Jobs se preocupou obsessivamente com o marketing e a imagem dos produtos, até mesmo com os detalhes da embalagem. “Quando você abre a caixa de um iPhone ou Ipad, queremos que a experiência tátil defina o tom de como você percebe o produto. Mike (Markkula) me ensinou isso”, disse Jobs.<sup>12</sup>

A par da questão de marketing e outras afetas a administração da empresa, a gestão tem papel fundamental no monitoramento da empresa para confirmar os rumos e o cumprimento do plano inicial de negócios e o momento ideal do desinvestimento.

## **Prazo.**

---

<sup>12</sup> Isaacson, Walter. **Steve Jobs: a biografia**. Tradução: Berilo Vargas, Denise Bottman, Pedro Maia Soares – São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

Os investimentos feitos pelos fundos também deve ter atenção ao prazo de saída, ou seja, ao prazo de retorno do valor investido na empresa.

Conforme explica Mike Wright, o prazo de saída é tão relevante que os fundos de PE tem sua rentabilidade avaliada em relação do tempo de investimento na empresa *versus* o retorno obtido<sup>13</sup>. Por isso, sob esse prisma, procura-se obter o maior rendimento dentro do menor tempo de desinvestimento, ou seja, a idéia é potencializar os ganhos e minimizar o tempo do investimento.

Nota-se que para potencializar os investimentos os fundos precisam que as empresas investidas tenham rendimentos expressivos. Daí a importância da participação dos fundos na administração das empresas direcionadas para esse objetivo de incrementar os lucros.

A probabilidade de desinvestimento também é fator relevante a ser analisado no momento do investimento. Procura-se investir em empresas onde as perspectivas de desinvestimento sejam mais factíveis. Claro que esse elemento é influenciado por fatores externos, que fogem ao controle da companhia investida, como oscilações do Mercado de Ações, por exemplo, o que impede o surgimento de janelas para realizar a abertura de capital no prazo previsto pelos investidores. Fatalmente isso leva a dificuldades na saída do investimento, obrigando o administrador do fundo a aguardar o momento mais oportuno para realizar um *IPO* e desinvestir os recursos.

## 2.1 Tipos de financiamentos

Dentre as formas de financiamento disponíveis aos empresários no mercado temos basicamente a captação de recursos no mercado financeiro de crédito, como empréstimo bancário, por exemplo, ou valer-se do mercado de valores mobiliários, como a debênture e outros títulos. A par dessas somente a captação de recursos entre os sócios fundadores, ou trazendo novos sócios para a empresa, com o aporte de recursos e aumento do capital social da companhia.

---

<sup>13</sup> WRIGHT, Mike; BRUINING, Hans (Ed.). **Private equity and management buy-outs**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008. 403.

Optando o empresário por trazer novos sócios para o negócio, há algumas formas de financiamento pelas quais deverá optar, ou melhor, em qual delas ele se encaixa melhor. Para descobrir qual o investimento ideal para a empresa é preciso primeiro identificar aonde ela está e aonde ela pretende chegar, isto porque as modalidades de investimentos variam de acordo com o estágio da empresa.

Em regra, empresas menos estruturadas, administrativa e financeiramente, tendem a ser mais arriscadas que o investimento em empresas mais estruturadas, pois a chance de dar errado é grande. Por isso tais investimentos são considerados investimentos de risco. Porém, o retorno financeiro da empresa em início de operação pode trazer maior retorno para o investidor que as empresas já maduras, com vários investidores interessados em colocar dinheiro no negócio.

Assim, o estágio da empresa quase sempre é determinante para a modalidade de investimento.

Os investimentos de risco, conhecidos como private equity e venture capital pode ser classificados da seguinte forma:

- a) semente ou *seed*, que é o estágio mais primitivo da empresa, que pode estar até na fase de incubação, talvez derivando dá o nome *semente*. Os recursos da empresa são direcionados para estudos e pesquisa para criação do produto ou testes dos serviços. Essas empresas exigem organizações experientes neste tipo de empresa, que tomam grandes riscos, ou os chamados investidores-anjo, que geralmente são bons administradores que pretendem realizar investimentos em empresas iniciantes e pode contribuir com sua experiência em gestão e para alavancar os negócios. Os investidores-anjo não podem ser considerados organizações gestoras, mas conceitualmente exercem as mesmas funções, ou seja, aporte de capital e suporte na gestão<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Para saber mais sobre os investidores anjos, vide site <http://www.anjosdobrasil.net>.

Podemos citar como exemplo das empresas neste estágio as que se encontram hospedadas no Centro de Inovação, Empreendedorismo e Tecnologia – **Cietec**<sup>15</sup> da Universidade de São Paulo – USP, que tem como missão *incentivar o empreendedorismo e a inovação tecnológica e apoiar a criação, fortalecimento e consolidação de empresas e empreendimentos inovadores, de base tecnológica*.

Para se ter conhecimento do número de organizações gestoras de capital semente no Brasil, colacionamos o quadro abaixo que traz as 10 maiores fundos de capital *seed*, considerados o volume de investimento no ano de 2008<sup>16</sup>.

Tabela 2.8 – Venture Capital Seed (Fundos de Capital Semente): 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Comprometido Alocado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
Antera	Brasil	2005	60	17	1	5
Invest Tech	Brasil	2003	35	11	2	3
DLM Confrapar	Brasil	2007	12	10	1	0
Ace Venture Capital	Brasil	2005	10	7	1	1
Emerging Capital	Brasil	2007	10	4	2	3
GC   Capital	Brasil	2007	10	4	1	5
Estufa Investimentos	Brasil	2006	7	5	1	0
Econergy Brasil	Estados Unidos	2001	5	8	1	3
<b>TOTAL</b>			<b>149</b>	<b>56</b>	<b>10</b>	<b>20</b>

OBS: Mifactory e Monashees Capital: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

- b) *Start-up*: nessa fase a empresa já tem um produto que precisa ser aperfeiçoado ou mesmo colocado no mercado. Os recursos são direcionados para o aperfeiçoamento do produto e no plano de marketing para lançamento do produto comercialmente. Nesta fase os investidores não diferem sobremaneira dos investidores de *seed capital*, ou seja, são organizações especializadas ou investidores-anjo.
- c) *Venture Capital* em estágio inicial (*early stage*): o produto ou serviço explorado pela empresa já está pronto e definido, a empresa já está em operação e o produto no mercado, todavia ainda há espaço para

<sup>15</sup> [www.cietec.org.br/](http://www.cietec.org.br/)

<sup>16</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 95.

desenvolvimento e conquista de mercado. É conhecido como primeira rodada de investimentos.

O Venture Capital tem ainda outro estágio que ocorre posteriormente ao primeiro, que é conhecido como *later stage*, ou seja, em um estágio mais avançado: empresa já em operação, produto já comercializado. Fase conhecida como estagnação, quando a empresa não tem condições de melhorar o produto ou a gestão pelas próprias forças, ou seja, o caixa operacional não dá margem para o desenvolvimento e a produção está no limite. Essa é a hora de dar início a outras rodadas de investimentos.

- d) *Private Equity*. Essa modalidade de investimento também tem duas fases. Na primeira a empresa está em fase mais avançada que as empresas investidas pelos recursos do *Venture Capital*, e os recursos são necessários para uma reorganização na empresa, ou para a aquisição de algum concorrente visando a consolidação no mercado. A segunda fase é geralmente utilizada para reestruturar a empresa, visando o desenvolvimento do negócio com a saída clássica do investimento por meio da colocação das ações em bolsa de valores.

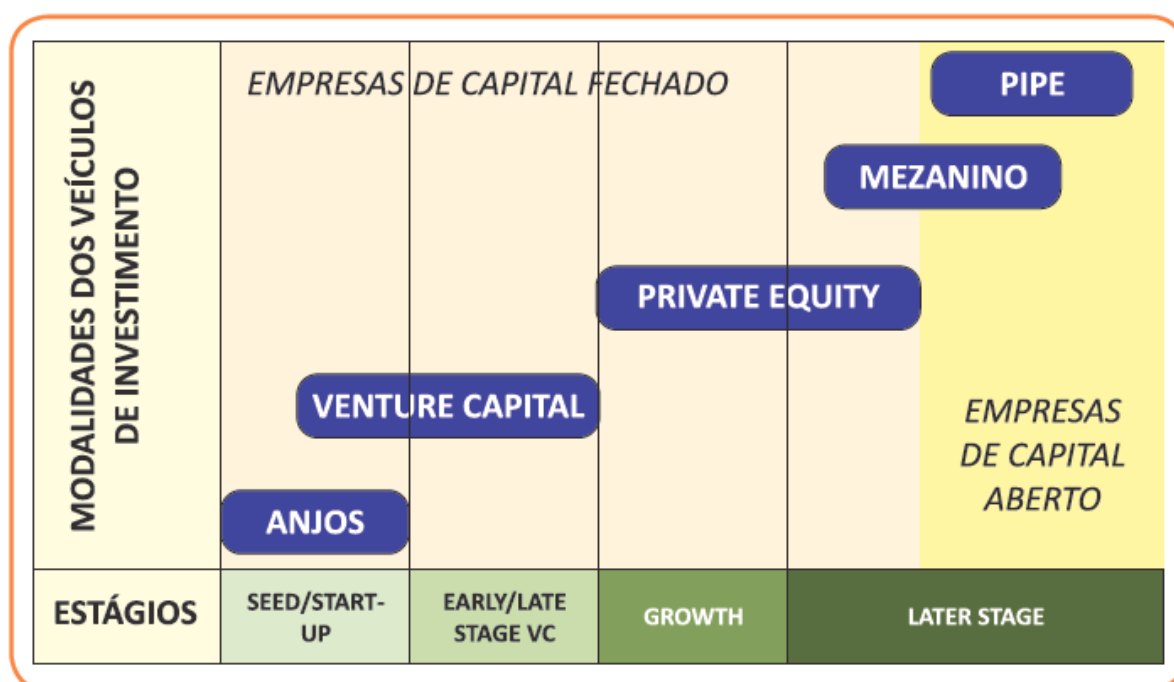
Existem outras formas de investimentos que se assemelham aos investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital*, mas que com eles não se confundem, dentre os quais podemos citar:

- 1) *Greenfield*: investimentos nos chamados *Project Finance*, geralmente relacionados a infraestrutura, quando não há qualquer estrutura física da empresa, começando a construção do empreendimento do zero (daí a origem do nome em inglês);
- 2) *Mezanino*: basicamente são dedicados a investimentos em dívida de empresa com potencial geração de caixa. Geralmente os investimentos operam-se pela compra de debêntures conversíveis em ações ou a aquisição de direito de subscrição de ações.



- 3) *PIPE – Private Investment in Public Equity*: são os investimentos realizados em empresas que já abriram capital e estão listadas na bolsa, todavia possuem baixa liquidez (comercialização das ações não desperta o interesse no mercado). Nesse caso a organização gestora deve adquirir participação relevante da empresa (mínimo 20%) e participar ativamente da gestão da companhia, inclusive implantando práticas de governança corporativa, sendo obrigatório a participação da gestora no Conselho de Administração da Companhia;

Para aclarar os conceitos trazidos, ilustramos as modalidades de investimentos e os estágios das empresas investidas pelo quadro abaixo:



As organizações gestoras geralmente especializam-se em um dos estágios das empresa, ou em uma modalidade de investimentos, o que traz os benefícios das especialização de seus profissionais e o conhecimento para a obtenção de resultados. Vale lembrar que as organizações gestoras são conhecidas no mercado pelo valor histórico de seus resultados ao longo do tempo. Assim, em tese, quanto mais especializadas, melhor será seus resultados e maior sua capacidade de atrair novos investidores.

## 2.2 Fundos FIP / FMIEE

Como mencionado no capítulo sobre as características do investimento em PE, para viabilizar o negócio é necessário a criação de um veículo para acomodar o capital aportado pelos investidores. Esse veículo será criado e gerido pelos administradores contratados pelo investidor.

De forma geral, esse veículo é que um fundo de investimento em participação. Esse fundo pode ser definido como a comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, com natureza jurídica de condomínio fechado.<sup>17</sup>

Existem diversas estruturas de fundos para os investimentos em PE, como os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE); os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM), que substituiu os antigos Fundos Mútuos de Investimento em Ações (FMIA), e o próprio fundo de investimentos em participações.

Uma das estruturas que pode ser utilizada para a constituição de veículos de investimentos em PE é a formação do Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), regulamentado pela instrução CVM 209 de 25 de março de 1994. Ocorre que o FIEE é um fundo restrito, pois é destinado a investimento em companhias fechadas consideradas emergentes, com faturamento anual de até R\$ 100.000.000.

Dentre os diversos fundos de investimentos existentes e regulados pela CVM, o Fundo de Investimento em Participações (FIP), introduzido pela Instrução CVM 391 de 16 de Julho de 2003, é aquele que se mostra mais adequado aos investimentos PE, pois permite realizar investimentos em companhias fechadas ou abertas, além de possibilitar que parte das regras que regem o fundo sejam estipuladas em seu próprio estatuto de constituição, como exemplos, o prazo de duração do fundo, patrimônio mínimo de constituição, chamadas para aporte de capital, dentre outras<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Art. 2º, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003.

<sup>18</sup> Art. 6º, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003.

Fazendo um comparativo entre os fundos emergentes, de ações e os FIP, encontramos a tabela esclarecedora trazida pelo professor Daniel Kalansky em suas aulas de operações societárias, ministradas no Insper no ano de 2012, que compara as principais características de cada fundo, segundo as características previstas nas citadas instruções da CVM:

<b>Assunto</b>	<b>Emergentes</b>	<b>Ações</b>	<b>FIP</b>
<b>Composição da Carteira</b>	Valores mobiliários de empresas com faturamento líquido inferior a R\$ 150 milhões	Ações de companhias abertas	Valores mobiliários de companhias fechadas ou abertas
<b>Governança Corporativa</b>	Não há exigência	Não há exigência	Companhias fechadas devem adotar padrões mínimos.
<b>Classe de cotas</b>	Única	Única	Diversas
<b>Participação no Processo Decisório</b>	Facultativo	Facultativo	Obrigatório

Além do FIP permitir o investimento em companhias abertas ou fechadas (art. 2º), a lei não impõem limite de faturamento anual para as empresa investidas<sup>19</sup>.

O FIP é considerado um fundo dinâmico, pois pode adquirir valores e títulos mobiliários como ações debêntures, bônus de subscrição, além de outros conversíveis ou permutáveis em ações.

Evidentemente o FIP tem algumas limitações com relação aos investimentos. Dentre elas podemos citar a seguintes: O FIP só pode realizar investimentos em âmbito nacional, sendo vedado o investimento de recursos no exterior; O FIP também não

<sup>19</sup> Fundos como o Fundo Mútuo de Investimento para Empresas Emergentes (FMIEE) limitam o investimento em empresas com faturamento anual de até R\$ 10.000.000,00, conforme previsto no artigo 1º, parágrafo 1º, instrução CVM, Nº 209 de 25 de março de 1994.

poderá realizar investimentos em imóveis e, por fim, o FIP não poderá subscrever ou adquirir ações (restrição apenas para as “ações” ) de sua própria emissão.<sup>20</sup>

### **Constituição FIP.**

O FIP será constituído como condomínio fechado e com prazo de duração pré-definido em seu regulamento. Após a apresentação dos atos de constituição junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o registro ocorre de forma **automática**<sup>21</sup>. Essa forma de constituição, menos burocrática, se deve à natureza dos investidores relacionados ao FIP, considerados como investidores qualificados<sup>22</sup> pela CVM, pressupondo maior experiência no mercado financeiro e de capitais além de conhecimento dos riscos envolvidos no negócio, como exemplo, instituições financeiras e fundos de pensão (entidades abertas ou fechadas de previdência privada).

O administrador do FIP será pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer atividade de administração de carteira e valores mobiliários e será responsável, além de outras obrigações, por receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo. O administrador é remunerado por taxa de administração e desempenho, nos moldes e com os critérios estipulados no regulamento do fundo.

Para ser cotista de um FIP, além de ser um investidor qualificado, o artigo 5º da instrução CVM Nº 391 exige subscrição mínima de R\$ 100.000,00 (cem mil reais). Os aportes podem ser feitos por meio de um compromisso de investimento firmado entre investidor e o FIP<sup>23</sup>. Assim, os aportes são realizados a medida que o administrador do fundo faz as chamadas de capital. O procedimento para chamadas devem estar previsto no regulamento do fundo.

---

<sup>20</sup> Art. 35, inciso VI, alíneas “a”, “b” e “c”, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003.

<sup>21</sup> Art. 4º, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003.

<sup>22</sup> Art. 109, instrução CVM Nº 409, de 18 de agosto de 2004.

<sup>23</sup> Art. 2º, parágrafo 5º, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003.

Por fim, a distribuição de novas cotas do fundo podem ser realizadas via pública ou privada e depende de registro na CVM, além de deliberação da Assembleia Geral do Fundo.

As cotas do FIP não podem ser resgatadas, conforme vedação expressa do artigo 24 da multicitada instrução. Todavia, permite-se a amortização das cotas, que consiste no pagamento de parte do valor da cota ao investidor, sem redução de seu número. Percebe-se que o instituto da amortização sublima a vedação ao resgate das cotas.

A forma de amortização das cotas deve estar prevista no regulamento do FIP, e pode ser utilizada como forma de distribuição dos rendimentos aos cotistas no momento do desinvestimento de empresa do portfólio, sem que seja preciso aguardar a liquidação do fundo.

Um fator interessante para este trabalho é o requisito do artigo 2º da instrução CVM 391/2003 com relação a **participação do FIP na Administração da empresa investida**. Segundo o artigo, o FIP deverá participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da **indicação de membros do Conselho de Administração**.

Tal requisito irá impactar diretamente no acordo de acionistas/cotistas firmado entre o fundo e a sociedade investida, independente do fundo adquirir ou não o Controle da empresa.

Outro ponto de influência da norma de regulação do FIP nas empresas investidas é com relação às práticas de governança corporativa. De acordo com o parágrafo 4º, artigo 2º, da instrução 391/2003, tratando-se de **companhia fechada**, I) é proibida a emissão e circulação de partes beneficiárias; II) o mandato do Conselho de Administração é unificado de 1 (um) ano; III) disponibilização de documentos, tais como, contratos com partes relacionadas, acordo de acionistas e os programas de aquisições de ações e outros valores mobiliários emitidos pela empresa; IV) adesão a câmara de arbitragem para solução de conflitos; V) adesão a segmentos especiais

da bolsa de valores em caso de abertura de capital (novo mercado, por exemplo); VI) auditoria anual das demonstrações financeiras por auditores independentes registrados na CVM.

O controle da norma é prévio, note-se que essas práticas devem estar implementadas antes do investimento, de modos a permitir o aporte de recursos do fundo. Todavia, é evidente a necessidade de manutenção dessas práticas ao longo de todo o ciclo do PE.

Por isso, tais determinações vão influenciar a elaboração do acordo de acionistas na empresa investida e, embora não haja penalidade específica para o caso de descumprimento dessas práticas de governança, certamente os fundos irão exigir sua implementação e manutenção sob pena de não realizar, ou manter, o investimento na empresa .

Além de tratar das empresas investidas, a instrução CVM 391/2003 também traz as práticas de governança que devem ser adotadas pelo próprio fundo, tais como o *disclosure* das demonstrações contábeis e informações aos cotistas; declaração anual do administrador de que foi respeitado o regulamento do fundo e as instruções da CVM e, salvo aprovação da maioria dos cotistas, é vedado o investimento em empresas nas quais o administrador ou membro do conselho do fundo participe.

Por fim, é permitido pela instrução CVM 391/2003 a criação dos chamados Fundos de Investimentos em Cotas dos Fundos de Investimentos e Participações – FICFIP, que devem aplicar, no mínimo, 90% do seu patrimônio em cotas do FIP ou de FIEE, permitindo a diversificação dos investimentos em vários fundos e o acesso dos investidores não qualificados pela CVM.

Essas são as principais características do Fundo de Investimentos em Participações - FIP e que são suficientes para desenvolver o escopo do Trabalho.

### **2.3 Investidores estrangeiros;**

Antes de tudo, cumpre esclarecer que não é objeto do trabalho as questões fiscais e tributárias envolvidas ao longo dos investimentos de PE, tampouco temos a pretensão de encerrar a discussão sobre tais temas neste capítulo. O objetivo aqui é tão somente elencar algumas das questões tributárias trazidas pela instrução CVM 391/2003, no que chama atenção os benefícios concedidos aos investimentos estrangeiros.

No final de 2004 a cada saída de investimento das organizações gestoras de PE por meio de oferta pública, “dois terços das ações eram vendidas a investidores estrangeiros.”<sup>24</sup>

Dados do 2º censo da indústria de PE/VC revelam que no ano de 2009 quase 50% do capital comprometido no Brasil pelos veículos de investimentos em PE/VC eram detidos por investidores estrangeiros. Conforme revela ainda a pesquisa dedicada ao censo, *à medida que grande parte dos investidores de PE/VC está sediada no exterior, a estrutura pelos gestores dos veículos de PE/VC para a captação dos recursos busca criar um ambiente favorável para tais investidores.*

Em 2003, por intermédio da lei n. 10.668, o Brasil criou agência governamental especializada na promoção de exportações – APEX – BRASIL, que também teve o papel de estimular o investimento estrangeiro com assessoria voltada para a internacionalização das empresas.

Nesse cenário foi editada a instrução normativa n. 391/2003 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que regulamentou o funcionamento dos chamados FIP's – Fundos de Investimentos em Participações, o qual se tornou instrumento favorável à estruturação de veículos de investimentos com regime fiscal favorecido ao investidor estrangeiro.

---

<sup>24</sup> Furtado, Claudio V. *Financial Institutions in Brazil – Positioning for a New Scenario*. São Paulo, 2010. © Copyright Delloitte e Claudio V. Furtado, in *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág. 29.

Claro que a instrução CVM não alterou a ordem das coisas sozinha, deve-se considerar ainda, para atingir o resultado esperado dos FIP's aos investidores estrangeiros, outras normas como a lei n. 9.532/97 que trouxe a isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capitais auferidos na alienação das empresas do portfólio dos fundos, além da lei n. 12.249/2010 que limitou a alavancagem de empresas nacionais com empresas vinculadas estrangeiras. Todavia, tais normas, embora relevantes, não serão abordadas no contexto desse capítulo.

Feitas as ressalvas, pode-se dizer que até meados da década de noventa as chamadas *holdings* eram a forma mais indicada para estruturar investimentos nos moldes parecidos ao *private equity*. De forma simplista, a *holding* nada mais é que uma sociedade empresária constituída sob um dos tipos societários previsto na legislação nacional e que tem como principal objetivo deter o controle de um conglomerado de empresa pela obtenção da maior parte do capital de cada uma delas.

As *holding* foram sofrendo modificações de classificação a medida que eram implementadas, como holding pura, aquela dedicada somente a participações; holdings mistas, aquelas que além das participações desenvolviam outra atividade como produção de bens, ou prestação de serviços; holdings imobiliárias, aquelas dedicadas a administração e investimentos imobiliários, além de outras que se seguiram de acordo com o fértil imaginário de seus idealizadores na seara nacional.

O que importa a este tópico é que as holdings puras constituídas com capital estrangeiro são sociedade empresárias comuns, taxadas com base na Lei n. 4.131/62, cuja tributação ocorre, em regra, da seguinte forma: a) IOF – Imposto sobre operações financeiras – na alíquota de 0,38% de acordo com cada saída ou entrada de valores (as holdings são taxadas de acordo com alíquotas de IOF que variam ao sabor do poder executivo, haja vista ser exceção ao princípio da legalidade tributária, previstas no artigo 150, parágrafo primeiro, da Constituição da República de 1988); b) IRPJ – Imposto de renda a pessoa jurídica, e CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro, que assume-se em torno de 34% no momento do desinvestimento, considerado o eventual ganho de capital no momento da venda de participação acionária detidas pela holding (utilizada como veículo de



desinvestimento); c) IR na ordem de 15% sobre ganhos de capital do investidor; d) Isenção na distribuição de dividendos.

Se comparadas as holdings com o regime de tributação estabelecido para os FIP's (IN 391/03 CVM), nota-se alguma vantagem aos fundos, como descrito a seguir<sup>25</sup>: a) IOF<sup>26</sup> de 2% no aporte do investimento (entrada) e 0% na distribuição do dividendo ou resgate de cotas; b) IRPJ e CSLL com 0% sobre os ganhos de capital dos veículos de investimento no momento do desinvestimento de empresa mantida em seus portfólios; c) IR de 15% sobre o ganho de capital do investidor internacional se detiver mais de 40% de participação nas cotas do FIP e, 0% sobre o mesmo ganho de capital se o investidor internacional detiver menos de 40% de participação das cotas do FIP; d) isenção na distribuição dos dividendos;

No quesito descrito na letra "c" acima, sobre o IR incidente sobre os ganhos de capital do investidor estrangeiro, nota-se que a IN 391/03 da CVM direciona o investidor para a diversificação do investimento, pois é mais benéfico ter dois investimentos em fundos diferentes com 40% de participação em cada um, a manter o investimento de 80% em um único FIP.

Ainda com relação ao mesmo item "c", nota-se clara vantagem aos investidores internacionais na constituição de um FIP em comparação a estrutura de holdings que eram normalmente utilizadas antes da IN 391/03.

Vale ressaltar que não consideramos os recolhimentos das contribuições de PIS e COFINS nessa pequena relação de tributos pois tomamos os investidores cotistas do FIP ou da Holding como pessoas físicas. Tratando-se pessoas jurídicas os recolhimentos poderiam chegar a absurdos 38%.

Para esclarecer os dados acima, colacionamos um quadro elaborado para o 2º censo de PE/VC que discrimina os valores mencionados com base no ano de 2010,

---

<sup>25</sup> Artigo 25 da IN 1.022/2010 da SRF;

<sup>26</sup> Decreto n. 7.412 de 30 de dezembro de 2010

já incluindo a comparação entre investidores estrangeiros e nacionais quanto ao ganho de capitais<sup>27</sup>:

**Tabela 2.1 – Estruturas dos FIPS Vs. Holdings (2010)**

	FIP	HOLDING
Regulamentação	CVM	Lei das S/As.
Registro	Resolução CMN 2689/00, Instrução CVM 391/03	Lei Nº 4131
IOF	2% na entrada ( <i>inflows</i> ); 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais ( <i>outflows</i> )	3x 0,38% sobre Investimentos diretos estrangeiros, distribuições de dividendo ou repatriação de capital
IRRF sobre Ganhos de Capital (para o Veículo de Investimento)	0% IRRF sobre ganhos de capital na venda de ações de empresas do portfólio de investimentos do FIP	34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participações acionárias detidas pela <i> Holding</i>
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Brasileiros)	15% IRRF devido somente quando da redenção das cotas do FIP	20% IRRF
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Internacionais)	0% IRRF para Investidores Internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP; 15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas	15% IRRF
Dividendos	Isento	Isento

Fonte: Autores.

Além da vantagem entre as estruturas FIP *versus* Holding, mesmo dentro da estrutura do FIP há vantagem para o investidor internacional sobre os ganhos de capital, que pode chegar a pagar alíquota zero (participação até 40%) contra os 15% estritos dos investidores brasileiros no resgate das cotas do FIP.

Vale lembrar que existem outras formas de incentivo para atração dos investimentos internacionais, que não estão relacionados diretamente com os investimentos de PE, como o mercado de ações, que trata os investidores qualificados (regime especial para não residentes), taxados com alíquota de 10% de imposto retido na fonte (ex. investimentos em fundos de ações), de forma diferente dos investidores não qualificados (regime geral para não residentes) tributados na alíquota de 15%. Os não residentes “desqualificados” são tributados exatamente como os residentes brasileiros que praticam os mesmos investimentos.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág. 76.

<sup>28</sup> Instrução 2.689/2000 Conselho Monetário Nacional e Instrução 1037/2010 da Receita Federal do Brasil.

Assim, pode-se resumir os requisitos para que o investidor se beneficie de alíquota zero do imposto de renda na fonte sobre as distribuições realizadas pelo FIP como: a) registro como investidor de mercados financeiro e de capitais (Resolução CMN 2.689); b) estabelecimento fora de países considerados como paraíso fiscal pela legislação brasileira; e c) não ter mais que 40% do total das quotas do FIP, ou do seu benefício econômico. *Além disso, o FIP não pode ter em sua carteira títulos de dívida em percentual superior a 5% de seu patrimônio líquido, ressaltados desse limite debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição, e títulos públicos.*<sup>29</sup>

Sobre a participação de menos de 40% do total de quotas do FIP, vale lembrar que nem sempre o controle sobre o FIP será determinado pela participação em número de quotas, há outros mecanismos de controle, como o acordo de voto (acordo de controle), que será abordado em capítulos seguintes, que podem conceder ao investidor o controle independente da participação no capital do FIP.

Pelo exposto parece claro o benefício concedido aos investidores internacionais. Sobre os investimentos de *private equity* parece claro também que há uma crença que tais investimentos podem colaborar com o desenvolvimento econômico do país, impulsionando o desenvolvimento das empresas nacionais.

## 2.4 Casos ilustrativos

Para ilustrar os casos envolvendo fundo de private equity, escolhemos uma operação que foi bem sucedida e outra que nem tanto.

Iniciamos com o caso da Lupatech, empresa nacional do ramo metalomecânico que recebeu investimentos de fundo de PE a partir do ano de 2003. Escolhemos a empresa por ser o caso com mais detalhes de informação disponível e que a tinham características que consideramos interessantes: governança corporativa estruturada

---

<sup>29</sup> Freire, Jose Luis de Salles, e Utumi, Ana Cláudia, *O investidor estrangeiro e a tributação dos FIPs*, Revista Capital Aberto, Ano 9, número 100, Dezembro de 2011, disponível em [http://www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&sec=56&i=4454](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=56&i=4454), acessado em 02/05/2013.

com a manutenção de administrador já atuante na empresa antes do investimento do fundo; a participação do BNDESpar por intermédio da compra de debentures conversíveis (até então empresas emergentes não tinham a opção de captar recursos com emissão de debentures privadas, pois não encontrava-se investidores dispostos a assumir o risco); a empresa ser a primeira sociedade empresária nacional a receber o investimentos de PE em seu setor.

O caso foi extraído do curso de *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*, formulado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, no ano de 2011<sup>30</sup>, cujo artigo foi resumido a seguir com os principais acontecimentos da operação:

*Este artigo descreve o caso da Lupatech, uma grande empresa brasileira do setor metalomecânico com sede em Caxias do Sul, Rio Grande do Sul. A empresa possui 23 unidades industriais no Brasil e na Argentina, presença nos EUA, uma joint venture na Índia e ações listadas no Novo Mercado da Bovespa. Ao final de 2007, atingiu receita de R\$ 387 milhões e capitalização acionária de quase R\$ 3 bilhões, com um efetivo de 3 mil colaboradores. (...)*

*Sem dúvida, a Lupatech é uma empresa incomum na indústria metalomecânica, em que as margens são pequenas, as receitas crescem lentamente e a maioria das empresas são familiares e de médio porte.*

*Seu diferencial está na complexidade de suas peças, na tecnologia empregada em sua produção e no seu histórico de boa governança corporativa e gestão.*

*Foi com base nesses pilares que a empresa pôde crescer rapidamente e, 27 anos após sua fundação, ainda conseguiu crescer 73% ao longo de 2007 para atingir R\$ 387 milhões de receitas e 25,2% de margem EBITDA. Durante o processo, trilhou praticamente todas as etapas da cadeia de financiamento que permite a uma empresa inovadora desenvolver-se rapidamente. De 1987 a 2003, contou com investimentos de Venture Capital. De 2003 em diante, recebeu recursos de fundos de Private Equity, que contribuíram para o processo de abertura de seu capital. Em 2006, realizou o tão esperado IPO, levantando cerca de R\$ 453 milhões. E em 2007, fez uma bem sucedida emissão de debêntures no valor de US\$ 200 milhões.*

*A Lupatech, então chamada de Microinox, foi fundada em 8 de agosto de 1980 por dois sócios. Um deles, Nestor Perini, é seu atual presidente. De origem gaúcha, Perini formou-se em Administração de Empresas pela FGV-EAESP. Aos 24 anos, iniciou sua carreira como trainee na São Paulo Alpargatas, onde logo foi promovido ao cargo de gerente. Aos 28 anos Perini já havia galgado importantes passos em*

---

<sup>30</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 62.

sua carreira executiva, mas os desafios estavam aquém do esperado. Assim, juntou-se a um colega de trabalho para empreender. Fizeram uma pesquisa de mercado e entraram no ramo de microfusão. No primeiro ano, a receita foi de apenas US\$ 80 mil. Segundo Perini, o começo foi difícil. “De 1980 a 1984 nós sobrevivemos, mas quase quebramos várias vezes”. Mas em 1987 a empresa já faturava cerca de US\$ 2 milhões, e iniciava fase crescimento. Foi nesse momento que o sócio de Perini decidiu deixar a empresa e voltar para Santa Catarina, seu estado de origem. Suas ações foram então adquiridas pela Companhia Riograndense de Participações (CRP), que injetou US\$ 1 milhão no negócio. Com isso, a Lupatech tornou-se a primeira e única empresa do setor brasileiro de válvulas a receber aporte de PE/VC.

Fundada em 1981, a CRP é a empresa gestora de Venture Capital com maior tempo de experiência no Brasil. Em 1981 havia encerrado a captação de US\$ 4,4 milhões junto ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Barrisul), Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e um grupo de empresas locais para a formação de uma holding de investimentos que financiaria empresas de tecnologia do RS. O setor de microfusão, considerado “quente”, estava entre os eleitos para a prospecção da CRP. Além disso, a Lupatech era gaúcha, fato que definitivamente a colocou na mira dos gestores.

Segundo Clóvis Meurer, diretor superintendente da CRP, a primeira reunião foi marcante. Ocorreu em 1984, dentro do próprio galpão fabril, com as máquinas fazendo o papel de mesa e cadeiras. Para surpresa de todos, Perini se negou a receber investimento. Ele não sabia sequer se a empresa sobreviveria àquele ano, e achava a operação muito arriscada para todos. Pediu que Meurer voltasse dentro de dois ou três anos. Foi exatamente o que aconteceu. Em 1987, ano do investimento, a empresa já estava construindo sua primeira planta.

Desde então, a Lupatech teve seu crescimento marcado pela atuação de fundos e gestores de PE/VC. Em 1995, recebeu novo aporte de PE/VC. Dessa vez, a CRP co-investiu com o primeiro Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes do Brasil, o Bozano Simonsen Advent.

Em 2001, o BNDESPar, braço de PE/VC do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, **realizou investimento na forma de debêntures conversíveis**. Em 2003, as debêntures foram convertidas em ações e o BNDESPar subscreveu novo lote. Nesse mesmo ano, a GP Investments, uma das maiores organizações de PE/VC do Brasil, entrou no negócio por meio de seu fundo GP Tecnologia. Ao todo, essas operações movimentaram R\$ 39 milhões. Em 2005 foi a vez do Grupo Axxon entrar no capital de empresas.

Segundo Perini, “Os desafios que foram vencidos até agora tiveram no apoio dos investidores de capital de risco o grande fator diferenciador. Se não fosse isso, certamente a Lupatech estaria longe do que é hoje”. Para Perini, **os investidores trouxeram à Lupatech uma cultura de geração de resultados**. Segundo ele, a presença do PE/VC na empresa o ajudou a delegar responsabilidades e focar-se naquilo que é estratégico.

*De 1984 a 1996 a receita da empresa, em dólares, cresceu em média 30% ao ano. De 1997 a 2000 o desempenho foi ruim, e a empresa parou de crescer. Em parte, isso se deveu ao Plano Real, que, segundo Perini, fez com que a Lupatech aprendesse a ganhar dinheiro sem infl. ação. Mas Nelson Rozenthal, sócio da GP Investments, acredita que a estagnação desse período estava diretamente ligada ao esgotamento do capital e ao fato dos investidores estarem satisfeitos com o crescimento obtido até então, o que os fazia buscar uma saída (desinvestimento). Não é por acaso que a entrada de GP e BNDESPar, trazendo metas agressivas e novos recursos, revigorou o ânimo do empresário e de seus executivos. (...)*

*(...) Embora a GP Investments seja reconhecida por adquirir o controle das empresas em que investe, seus sócios decidiram adotar postura diferente com a Lupatech. Entenderam que a empresa era bem gerida, contando com um fundador que já havia sido escolhido como empreendedor do ano (2003) pela Ernst & Young.*

*Para Rozental, a Lupatech precisava apenas de recursos para crescer e do selo de certificação conferido por um investidor do porte da GP, o que, entre outras coisas, facilitaria o acesso da empresa a novas fontes de capital. Contudo, e como era de se esperar, a GP também contribuiu para tornar a gestão mais eficiente, com eliminação de cargos e profissionais dispensáveis, realocação de pessoas em outras funções e adoção de incentivos para que os executivos aceitassem novos desafios.*

*Até hoje, a empresa traz consigo o modelo de meritocracia implantado com apoio dos investidores. Diretores, gerentes e supervisores possuem metas individuais, derivadas das metas gerais da empresa, que são acompanhadas também de forma individualizada. Em compensação, para incentivar o trabalho em equipe ninguém recebe bônus se as metas gerais não forem atingidas em pelo menos 80%.*

*Obviamente, a GP também **passou a integrar o Conselho de Administração da empresa para cobrar e questionar os executivos.** Aliás, esse conselho existe desde 1987, como consequência da entrada da CRP no negócio, cujo gestor até hoje continua no conselho da empresa. Para Perini, que sempre tocou o negócio, **os fundos de PE/VC fizeram com que a empresa conhecesse e implementasse as melhores práticas de governança corporativa.***

*Com apoio dos fundos de PE/VC, a Lupatech também adotou uma estratégia usualmente empregada por empresas que recebem investimentos de PE/VC no Brasil: **a consolidação de mercados fragmentados.** No total foram 14 aquisições, iniciando em 1993 com uma empresa argentina. Essa operação, feita com o apoio da CRP, contribuiu para que houvesse aprendizado para aquisição dos demais negócios.*

***A abertura de capital da Lupatech foi outro evento importante em que a experiência acumulada por GP e BNDESPar facilitou muito a negociação com os bancos de investimento** e até a contratação de um diretor financeiro e diretor de RI para gerenciar o processo. O sonho do IPO foi alimentado na empresa desde 1995, quando o Bozano Simonsen Advent entrou no negócio. Em 15 de maio de 2006 o sonho foi realizado. O IPO permitiu à Lupatech levantar cerca de R\$ 453 milhões via Bovespa e dar um excepcional retorno para os investidores que*

*subscrevam suas ações. Lançadas a R\$ 22,00, as ações LUPA3 encerraram o ano de 2007 valendo R\$ 60,00.*

*A Lupatech ilustra um caso claro em que gestão, inovação e capital aliaram-se para construir uma empresa com presença internacional, líder de seu setor, geradora de empregos e de divisas para o país. Desenvolveu-se rapidamente, gerando muito valor para todos os que apostaram em seu desenvolvimento. Apenas para ilustrar esse ponto, o fundo de pensão dos funcionários da Vale (Valia), um dos investidores do fundo GP Tecnologia, teve um retorno real de 44% ao ano, líquido de comissões e taxas cobradas pela GP Investments.*

*Eduardo Sá, representante do BNDESPar, ressalta que Perini sempre teve uma atitude de abertura para que os investidores pudessem contribuir para a construção da estratégia da empresa. Sem dúvida esse foi um dos fatores que tornou a parceria um grande sucesso. (no original sem grifos).*

Os pontos grifados no caso citado fazem parte do presente trabalho nos tópicos em que tratamos das cláusulas especiais do acordo de acionistas nos investimentos de PE. Podemos citar a participação na administração da empresa pelos fundos; experiência dos fundos na gestão da empresa(o que agrega valor ao empreendimento); questões de governança corporativa; estratégias de saída; como alguns dos temas que se mostraram essenciais para o sucesso do investimento. Eles confirmam a relevância, por um caso concreto, das cláusulas regulando essas questões no acordo de PE, e demonstram a importância de se ter cuidado na negociação das matérias no momento de elaboração do acordo de acionistas em *private equity*.

Todavia, nem todo investimento em *private equity* alcança o sucesso. Não raro são noticiados casos em que o investimento é dado praticamente como perdido pelos fundos. Considerando esses casos fica fácil entender os motivos dos fundos estarem tão preocupados em criar sistemas de monitoramento constante do investimento, com a escolha dos administradores e acompanhamento da gestão da empresa com forte participação nas decisões da companhia.

Citaremos agora o caso da Cia aérea BRA, que recebeu investimento em 2006, e é conhecido como exemplo de investimento mal sucedido. Dentre as questões que levaram ao insucesso do caso, podemos citar a má avaliação dos riscos pelos gestores ao escolher a empresa alvo; a precária governança corporativa na empresa (falta de transparência na contabilidade e na gestão); má formulação das condições

para participação dos gestores na empresa, o que gerou conflito na escolha do administrador da empresa. O desfecho do caso pode ser sintetizado da seguintes forma:

*A crise aérea ao longo de 2007 acelerou a acumulação de dívidas da BRA e, onze meses após receber 130 milhões de dólares dos novos investidores, a operação não tinha recursos financeiros para continuar. As gestoras de private equity, além dos fundos internacionais, perderam grande parte do capital alocado na empresa. No entanto, as organizações de PE/VC fazem investimentos em diversas companhias levando em consideração o risco de nem todos prosperarem, como o caso da BRA. De fato, segundo Ramalho e Furtado (2008), cerca de 8% dos investimentos de PE/VC no Brasil são classificados como Write-off, ou seja, os ativos da empresa investida são totalmente liquidados, indicando descontinuidade das operações. Faz parte de atividade de PE/VC administrar o insucesso em meio aos diversos investimentos efetuados e um acerto pode, por muitas vezes, compensar algumas perdas<sup>31</sup>.*

Sobre a dificuldade de escolha do investimento, sabe-se que dentre 100 propostas de investimentos apresentadas no fluxo de oportunidades aos gestores, em torno de 10 são tomadas com mais atenção e, após a fase de *due diligence*, apenas uma se transforma em investimento com o aporte de recursos dos fundos.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 69.

<sup>32</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pag. 110.



### 3. ACORDO DE ACIONISTAS

A relação entre os acionistas de uma companhia usualmente estão dispostos nos documentos de constituição da empresa, leia-se, estatuto social da companhia, elaborado e aprovado na assembleia de constituição da empresa.

No estatuto social, além das regras de funcionamento e organização da empresa estão previstos os direitos e deveres dos acionistas, e as demais normas que vão regular a relação jurídica estabelecidas entre acionistas e entre estes e a companhia.

O estatuto social é levado a registro no momento da constituição da companhia, como também suas posteriores modificações, conforme a norma de registros das empresas mercantis, atribuindo-se publicidade ao documento.

Todavia, os sócios podem preferir que alguns dos direitos e deveres estabelecidos entre eles não se tornem públicos, e fiquem reservados ao conhecimento dos acionistas envolvidos nesse pacto e, no máximo, ao conhecimento da empresa relacionada no acordo.

Para tais situações os acionistas firma contrato conhecido como acordo de acionistas que regula, no mais das vezes, os direitos de preferência e de compra e venda de ações, e a forma como os acionistas irão exercer seu direito de voto.

A doutrina define o acordo de acionistas da seguinte forma: “contrato firmado entre sócios de uma mesma Cia., tendo como objeto o exercício de direitos decorrentes da qualidade de sócios de seus signatários, devendo ser observado pela Cia e por terceiros se arquivado em sua sede e averbado no livro e certificado de ações, desde que tratem do exercício do direito de voto ou disciplinem a negociação das ações dos signatários”<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Bertoldi, Marcelo M. Acordo de Acionistas. São Paulo: RT, 2006.

Os acordos de acionistas é, antes de tudo, um contrato comum, submetidos às mesmas regras e princípios contratuais gerais, que é complementado pela lei da sociedade por ações.

Referidos acordos encontram previsão legal na Lei n. 6.404/76, especificamente no artigo 118, que menciona o seguinte: *Art. 118. 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.*

Nota-se que, além das matérias mencionadas anteriormente, a norma também previu a regulação do poder de controle da companhia, o qual foi introduzido após reforma da legislação pela Lei n. 10.303/2001.

Embora não seja o objetivo desse trabalho tratar do acordo de acionistas em si, com todas as questões polêmicas (que não são poucas) que circunda o instituo<sup>34</sup>, vale mencionar alguns dos conceitos legais previstos na norma que facilitam a compreensão do tema.

Dentre esses conceitos considera-se válido a menção sobre o direito de “controle”. O conceito legal de controle vem previsto no artigo 116 da lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976<sup>35</sup>. Interessante notar que o conceito legal de acionistas controlados vem previsto na seção IV da lei, cujo título e subtítulo são, nessa ordem, “Acionista Controlado” e “Deveres”. Nota-se que há uma intenção do legislador em atribuir responsabilidades ao acionistas controlador no exercício de suas funções de controle, podendo ser considerado como um poder-dever (conceito emprestado do

---

<sup>34</sup> Para conferir as principais polêmicas envolvendo o acordo de acionistas recomendamos a leitura de texto sintetizados da problemática atual sobre o tema: Retto, Marcel Gomes Bragança. Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas. Revista de Direito Bancário 48:112-153.

<sup>35</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-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 companhia.

Parágrafo único. 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.

direito administrativo), ou seja, junto ao recebimento de um poder pela lei já é atribuído um dever, uma obrigação que faz justificar e manter o poder legal que lhe foi atribuído, sem a qual o poder seria, em última análise, abusivo e sem razão de existir.

Corroborando esse entendimento a previsão do artigo 117 da Lei da S.A. acerca do abuso de poder do acionista controlador: *Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.* Em seguida, o artigo enumera as hipóteses nas quais se configura o abuso de poder pelo controlador (parágrafo primeiro), a responsabilidade solidária entre controlador e aquele que com ele participe do abuso (parágrafo 2º). O artigo finaliza deixando claro que tais hipóteses de abuso de poder não prejudicam as responsabilidades do acionistas como administrador da empresa (parágrafo 3º).<sup>36</sup>

Voltando ao conceito do artigo 116 da Lei da S.A., pode-se também afirmar que o controle está relacionado com poder de orientar e dirigir as atividades sociais da empresa. Assim, o poder de controle<sup>37</sup> acionário está ligado não só a titularidade da maioria dos votos mas também ao efetivo exercício do direito de voto.

---

<sup>36</sup> Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º 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 assembleia-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. [\(Incluída dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.

<sup>37</sup> Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia.; Henriques, Marcus de Freitas, *Mercado de capitais – regime jurídico. 3a. ed. Revista e ampliada.* – Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pag. 388.

Vale considerar que no Brasil o voto é considerado direito não essencial, pois excluído do rol dos direitos essenciais previstos no artigo 109 da Lei da S/A<sup>38</sup>. Corrobora esse entendimento a possibilidade do voto ser suspenso pela Assembleia Geral (art. 120)<sup>39</sup>, bem como a existências de ações sem direito a voto previstas no parágrafo segundo, artigo 115, da mesma lei.<sup>40</sup>

Os acordos de acionistas podem ser classificados como acordo de comando, de defesa, ou de bloqueio. O acordo de comando é considerado aquele que regula o exercício do controle da empresa, por meio da organização do exercício do voto na companhia. O acordo de defesa é geralmente formulado pelos acionistas minoritários para fazer valer algum direito que não lhes seria legalmente permitido se atuassem sozinhos por falta de quórum, exemplo a nomeação de membro do Conselho de Administração<sup>41</sup>. Por fim o acordo de bloqueio regula as regras para circulação das ações da companhia (bem verdade que são regras de não-circulação), que são cláusulas que colocam alguma restrição a livre negociação das ações, como as cláusulas de preferência, travas temporais para negociação, entre outras.

Tem ainda os acordos de acionistas um órgão próprio, denominado **reunião prévia**, que determina a forma de votação sobre as matérias que antecedem as assembleias. Geralmente essas reuniões estão previstas no acordo e seu resultado está vinculado a maioria dos votos dos acionistas presentes (votação em bloco),

<sup>38</sup> Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:*

*I - participar dos lucros sociais;*

*II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;*

*III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;*

*IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;*

*V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.*

*§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.*

*§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.*

*§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.*

<sup>39</sup> Art. 120. *A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.*

<sup>40</sup> § 2º *O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas*

<sup>41</sup> artigo 141 da Lei 6.404/76.

vinculando os dissidentes e os acionistas que não compareceram ao conclave prévio.

O acordo de acionistas mostra-se também como uma opção a criação de outra empresa pelos acionistas para acomodar a participação na empresa original, visando assim regular a relação dos acionistas no estatuto social dessa nova empresa, ou seja, o acordo de acionistas mostra-se como uma opção às holdings de participações.

Dessa forma, como opção às holdings, o acordo de acionistas permite manter a participação direta na empresa sem perder o poder de controle detido pelos acionistas.

Vale lembrar que no passado o controle era exercido exclusivamente pela propriedade das ações que compõem o capital social da empresa. Teria o controle majoritário quem possuísse mais da metade das ações com direito a voto.

Não obstante esse conceito de propriedade ainda seja verdadeiro e existente, há outras formas de aquisição do controle, como os chamados controle por mecanismos legais, dentre os quais destacamos justamente o acordo de acionistas.

O acordo de acionista parte de um conceito de poder concentrado para um conceito de poder compartilhado entre os acionistas de uma mesma companhia. Firmado o acordo cria-se um bloco de controle que permite a manutenção do controle nas mãos dos integrantes do bloco.

Nos dias atuais, há uma tendência de pulverização do controle das companhias abertas. O acordo de acionistas é o instrumento capaz de organizar o bloco de controle em mercados pulverizados. É bem verdade que o Brasil ainda é pouco desenvolvido nesse quesito se comparado a outros países, como os Estados Unidos, por exemplo, que tem altos índices de pulverização do mercado de ações.

O acordo de acionistas é utilizado em outras diversas operações, como na alienação do controle em empresas pública (privatizações), com suas cláusulas especiais de

*Golden share*, passando por compra e venda de ações, *joint venture* (parcerias), *M&A* (fusões e aquisições), dentre outras.

Das empresas que abriram o capital entre 2004 e 2008, 71% tinha controle compartilhado dos fundos de PE por intermédio de acordo de acionistas. Nota-se que não há a necessidade de comprar ações para obter o controle da companhia, basta firmar o acordo de acionistas que funciona como uma forma econômica de participar da administração da empresa, para citar um exemplo, sem precisar dispendir recursos com aquisição de número majoritário de ações.<sup>42</sup>

Em todas essas operações o acordo de acionistas tem função instrumental, que pode ser a organização do bloco de controle, como já citamos, regular o ingresso de um parceiro estratégico como minoritário (investidor, por exemplo), quando o controlador mantém o controle mediante acordo de acionistas mas confere alguns direitos ao parceiro estratégico, como a nomeação de membros da administração (ex. membro do Conselho de Administração) e poder de veto sobre matérias sensíveis a companhia, como a modificação do objeto social da sociedade ou a fusão com outra empresa.

Especialmente nas operações em que ocorre o recebimento de investimentos, é necessário harmonizar os interesses dos investidores com o acionistas fundadores da empresa, ou ainda no caso de dois ou mais investidores que entram na companhia em uma mesma operação ou em rodadas de investimento que se seguem ao longo dos anos. Nessas situações é que o acordo de acionistas se mostra como instrumento eficaz para regular a relação jurídica estabelecida entre esses diversos personagens atuantes na vida da sociedade empresária.

### **3.1 Acordos típicos e atípicos;**

---

<sup>42</sup> Silva, Thiago Mascarenhas, de Souza, *O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity listadas na bolsa*, tese de mestrado apresentada na FGV sob orientação da professora Dra. Erica Cristina Rocha, Gorga, 2010, pag. 131.

Como dissemos no item anterior, os acordos de acionistas tem natureza contratual, com regramento compartilhado entre o direito comum e a Lei da S/A, firmado pelos acionistas da companhia, e que não se confunde com os atos constitutivos da empresa.

O acordo de acionistas tratam de matérias relacionadas ao exercício do direito de voto e do controle, bem como das transações das ações entre os acionistas ou terceiros estranhos ao quadros sociais da sociedade (artigo 118 da Lei da S/A.).

Assim, quando trata das matérias referidas acima (art. 118), os contratos são considerados **típicos** acordos de acionistas.

Os acordos típicos, tratado pelo artigo 118 da Lei n.6.404/76, podem versar sobre a negociação das ações (ex. compra venda de ações) bem como sobre o direito de preferência sobre suas aquisições.<sup>43</sup> Tratam ainda do exercício de voto, regulando as condições em que um acionistas signatário do acordo podem se abster de votar no caso de inexistência de reunião prévia.

Todavia, tais acordos pode tratar também de outras matérias, não existindo vedação legal para isto. Nesse caso, os acordos de acionistas são considerados acordos **atípicos** com relação as matérias estranhas ao artigo 118 da Lei da S/A.

Nos casos de acordo atípicos, para serem válidos, os acordos não podem contrariar ao ordenamento jurídico ou ao interesse social, o que nada mais é que a aplicação de parte da teoria da validade dos negócios jurídicos do direito civil comum<sup>44</sup>, com o *novel* princípio da função social dos contratos<sup>45</sup>, introduzido pelo código civil de 2002.

---

<sup>43</sup> As chamadas cláusulas de preferência na aquisição ou na venda de ações (*put / call*) são cláusulas que atribuem direito de opção de venda ou compra de ações para um determinado acionista, conforme as condições estabelecidas pelas partes.

<sup>44</sup> Art. 104. A validade do negócio jurídico requer:

*I - agente capaz;*

*II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável;*

*III - forma prescrita ou não defesa em lei.* (g/n).

<sup>45</sup> Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Podemos citar como cláusulas atípicas as cláusulas prevendo o direito de *tag along* e *drag along*<sup>46</sup>; as cláusulas prevendo a reunião prévia com suspensão de voto na reunião em caso de descumprimento do acordo, as hipóteses em que se dará o direito de recesso do acionista, dentre outras.

Para ilustrar as referidas cláusulas trouxemos alguns exemplos abaixo<sup>47</sup>:

*Tag Along*: “...alternativamente ao exercício do direito de preferência previsto acima, a Ofertada terá o direito (mas não a obrigação) de determinar que sejam incluídas na Alienação ao terceiro interessado suas Ações, hipótese em que aplicar-se-á o procedimento estabelecido na Cláusula VI abaixo”.

Reunião prévia: “Enquanto não ocorrer a aprovação da matéria em reunião prévia, o assunto não poderá ser submetido à apreciação da AG ou do CA. Na hipótese em que não seja possível deixar de apreciar a matéria em AG ou na reunião do CA, as AC e a P1 e P2 deverão exercer seus respectivos direitos de voto com o objetivo de julgar prejudicado o item da ordem do dia dos trabalhos da AG ou da reunião do CA até que a matéria seja aprovada em reunião prévia”

A introdução feita acima, acerca das cláusulas típicas e atípicas, é importante para o presente trabalho pois ao tratar dos acordos de acionistas em operações de investimentos, especialmente em *private equity*, nos deparamos com algumas cláusulas que não são tipicamente de um acordo de acionistas.

Como se não bastasse a atipicidade das cláusulas, ou seja, sua não previsão no artigo 118 da LSA, as cláusulas atípicas previstas no acordo de acionistas de *private equity* são muitas vezes *sui generis*, pois não são encontrada em outros acordos de acionistas comuns, seja por exigência de outras normas que regulam os agentes

---

<sup>46</sup> Tag-along or co-sale rights — the right of an investor to require other shareholders (usually founders or majority

shareholders) who desire to sell their shares to a third party to require, as a condition to such sale, the third party to also purchase the investors shares for the same price per share.” (Kenneth J. Lebrun, *Penn Law “University of Pennsylvania Law School”* – <http://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume23/issuez/lebrun23u>.

pa.int1econ.l.213(2002)-PDF#SEARCH=%22tag%22) in, Lobo, Jorge, *Tag Along: Uma Análise à Luz da Escola do Realismo Científico*, Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, p. 240-260, jul.-set. 2011.

Disponível em [http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj\\_online/edicoes/revista55/Revista55\\_240.pdf](http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista55/Revista55_240.pdf), acessado em 31/05/2013.

<sup>47</sup> Cláusulas retiradas da aula nº 2, ministrada em 03/05/2012, no LLM – Direito Societário do Insper, professor Marcel Gomes Bragança Retto.



envolvidos no investimento, seja por exigência da própria operação, como será abordado nos capítulos seguintes.

#### **4. ACORDOS DE ACIONISTAS EM *PRIVATE EQUITY*;**

O acordo de acionistas em PE não difere essencialmente dos acordos de acionistas comuns. São contratos que possuem basicamente a mesma estrutura, que estão sob os mesmos princípios gerais do direito, e sob as mesmas regras especiais da Lei da S.A., firmados por acionistas da companhia e que não podem ser considerados como atos constitutivos da empresa.

Tais contratos também tratam das matérias típicas e atípicas dos acordos de acionistas, de forma bastante semelhante.

Sendo assim, qual seria então a diferença entre esses dois acordos, ou seja, entre os acordos de acionistas comuns e os acordos de acionistas em investimentos *private equity*. Essas diferenças de fato existem?

Já podemos adiantar que foram encontradas situações particulares, que influenciam no acordo de acionistas de PE quando altera-se, por exemplo, subjetivamente o contrato, ou seja, quando retiramos um acionista comum, e colocamos em seu lugar um fundo de *private equity*, constituído sob a forma de Fundo de Investimento em Participação (FIP), pode-se vislumbrar algumas alterações nos contratos para adequá-los a essa nova realidade subjetiva (novas partes, novo contrato).

O mesmo ocorre pela simples alteração da intenção do acionistas ao participar da empresa na forma de investimento em PE, vale dizer, acionistas investidores não tem exatamente os mesmos objetivos de acionistas fundadores da companhia. Porém, seus interesses são equalizados por contratos firmados entre eles, e dentre esses acordos está justamente o acordo de acionistas.

Todas essas questões desaguam na análise de cláusulas nos acordos de PE. Ao longo do trabalho, encontramos algumas cláusulas que podem ser consideradas excepcionais nos acordos de acionistas em PE, que mereceram capítulos exclusivos de análise.

Em suma, essas são algumas das questões que vamos analisar, e ao final concluir, nos próximos capítulos.

#### **4.1. Cláusulas especiais;**

Como já retratamos alhures, o escopo desse trabalho é identificar se há cláusulas especiais nos acordos de acionistas envolvendo investimentos de PE.

Antes de adentrar nas questões que permitiram chegar à conclusão final, foi preciso definir o que são cláusulas especiais, deixando o trabalho com a maior objetividade possível quanto ao que seriam as tais cláusulas especiais.

Neste ponto podemos dizer que falhamos, pois não foi possível definir cláusulas especiais de uma forma tão simples e objetiva como gostaríamos.

Essa definição, se assim se pode chamar, foi construída a medida que o trabalho foi desenvolvido, e de tanto voltar e reformular a definição inicial ao final de cada novo capítulo, concluímos que o melhor seria deixar a definição de cláusula especial de forma abrangente, para não perder nenhum debate que tenha surgido ao longo do trabalho.

Desta forma, quando mencionarmos cláusulas especiais no trabalho, podemos entendê-las de forma alternativa ou conjuntiva como: c

Assim, quando tratarmos de cláusulas especiais, temos uma grande gama de possibilidades, que nada mais fazem senão tentar demonstrar que há algo que as difere das demais cláusulas de acordos comuns, ou seja, dos acordos em que não se está diante de um investimento em PE.

Por vezes descobriu-se que algumas cláusulas não tinham nada de especial, mas sim eram cláusulas extremamente comuns, que não traziam nada de extraordinário,

e que nem por isso foram extirpadas do trabalho, afinal eram também produto da reflexão sobre os temas independente do resultado.

Após identificar essas cláusulas que, repetimos, não encerram o tema, procuramos sistematizá-las em dois grandes grupos para facilitar a compreensão, quais sejam, cláusulas relacionadas aos direitos políticos dos acionistas e cláusulas relacionadas aos direitos econômicos dos acionistas. As demais cláusulas foram tratadas em itens apartados, mas não menos interessantes, simplesmente porque entendemos que elas não se enquadravam nos dois grandes grupos acima.

Considerou-se ainda que, sejam os acordos típicos ou atípicos, não há um padrão de cláusulas que devam constar em cada acordo. Evidentemente, desde que não contrarie as disposições legais, pode-se dizer que vige no acordo de acionistas o princípio da autonomia privada na formulação de suas cláusulas, devendo-se apenas tomar o cuidado de não criar incongruências com aquilo que já foi disposto nos atos constitutivos das sociedade (estatutária ou contratual) ou em outros contratos firmados pelas partes (ex. no acordo de investimentos, no *term sheets*, etc).

Com o simples objetivo de deixar a análise um pouco mais objetiva, colacionamos a seguir uma relação de cláusulas, sem desconsiderar outras tantas existentes, que expõe as cláusulas geralmente utilizadas nos acordos de acionistas comuns.<sup>48</sup>

Não faremos o cotejo de cláusula por cláusula do quadro, visando compará-las com as cláusulas dos acordos de acionistas em PE. Servem apenas para se ter uma idéia das possíveis cláusulas que são encontradas nos acordos comuns.

Ainda sobre a liberdade de contratar das partes, vale lembrar também que algumas das matérias previstas no acordo de acionistas podem já ter sido tratadas no acordo de investimentos firmado entre o fundo e a empresa investida.

---

<sup>48</sup> Quadro extraído da “Tabela 6.3: Partes constitutivas de um típico acordo de acionista e as definições de suas partes. Quadro baseado nas amostras de acordos de acionistas na pesquisa junto às bancas participantes” do trabalho de Santos, Luiz Alfredo Francisco. *Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos Interesses entre Fundos Investidores de PE&VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro* / Luiz Alfredo Francisco, Santos – 2008, Orientador: Prof. Dr. Claudio Vilar Furtado, Dissertação (mestrado): Escola de Administração de Empresas de São Paulo, página 60.

<b>Acordos de Acionistas</b>	
<b>Partes Constitutivas</b>	<b>Definições</b>
Objeto da companhia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concordância quanto ao objeto social da empresa, conforme estatuto social.</li> </ul>
Assembleias de acionistas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regras quanto à convocação e instalação de acordo com a lei e com o estatuto social;</li> <li>• Definição do escopo de deliberação, matérias de competência da assembleia de acionistas.</li> </ul>
Administração da companhia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conselho de administração: constituição e composição, funcionamento e competência;</li> <li>• 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 assembleia geral ou do conselho de administração.</li> </ul>
Direito de voto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Determinação do direito de voto por ação, acionistas e participações de acionistas;</li> <li>• Definição das matérias que exigem quorum qualificado de votação (maioria e/ou representação dos acionistas).</li> </ul>
Emissão, transferência, alienação e/ou oneração de ações.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restrições e/ou limitações à emissão de novas ações (<i>anti-dilution clauses</i>);</li> <li>• Direito de preferência em caso de emissão de novas ações nos termos do art. 171 da Lei das S.A.;</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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);</li> <li>• Direito de venda conjunta (“<i>tag along rights</i>”);</li> <li>• Direito de imposição de venda conjunta (“<i>drag along rights</i>”).</li> </ul>
Outras avenças dos acionistas (não-concorrência, exclusividade e confidencialidade)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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;</li> <li>• Compromisso das partes a apresentar oportunidades de investimento relacionadas à atividade da companhia exclusivamente para a companhia.</li> </ul>
Solução de conflitos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito do processo arbitral a ser seguido</li> </ul>

Feitos esses esclarecimentos, passemos a verificação das referidas cláusulas especiais.

#### 4.2. Direitos políticos do acionistas

Os direitos essenciais dos acionistas estão previstos no artigo 109 da Lei da S/A; dentre eles chamamos a atenção para aquele que prevê o direito de fiscalização na gestão da empresa.

Antes de seguir, vale mencionar que embora o direito ao voto seja considerado importante, ele nem vem previsto na lei como direito essencial. É certo ainda que nem todos acionistas têm participação nos rumos da empresa com o direito a voto em assembleia, tampouco de participar da administração da companhia.

Todavia todos tem direito a informação visando exercer a fiscalização, e aqui leia-se informação como conceito amplo, tanto de buscar a informação, como também de consultar os documentos e resultados publicados pela gestão. Nesse sentido ainda podemos citar os controles externos, elaborados por auditores independente que auxiliam todos os demais *stakeholders* na vigilância da empresa.

Especialmente nas operações de investimento, esse direito a informação é elevado ao seu grau máximo, haja vista o controle e monitoramento existente pelos investidores que almejam minimizar as perdas e garantir o retorno esperado do capital investido.

Como desdobramento do direito de informação há ainda a questão da governança corporativa que traz princípios norteadores, como o *disclosure* e a transparência nas gestão que auxiliam os agentes envolvidos, especialmente nos negócios de investimento, antes do fechamento do negócio, durante sua execução, e até mesmo no momento da saída do investimento.

Não obstante outros direitos possam ser elencados como direitos políticos dos acionistas, escolhemos aqueles que se mostram mais frequentes e relacionados de maneira mais profunda com os investimentos em *Private Equity*. Assim, por lógica, são tais direitos os escolhidos quando tratamos de analisar o acordo de acionistas envolvendo os PE, por estarem disciplinando a relação existente entre investidor e acionistas fundadores.

Sem embargos de outros existentes, serão abordados a seguir os seguintes direitos políticos dos acionistas nos acordos de acionistas de *private equity*: participação obrigatória na administração da empresa investida pelos fundos; participação no conselho de administração e na escolha do diretor financeiro; ações que atribuem direito a veto aos investidores; e algumas questões de Governança Corporativa.

#### 4.2.1. Participação obrigatória na Administração

Os investimentos em *Private Equity* tem um uma lógica de investimento. Procura-se investir em empresas com certo grau de maturação porém com capacidade para expansão dos negócios. Quando se atinge o rendimento esperado pelos fundos ocorre a retirada do capital com a saída do valor investido.

Para potencializar a lucratividade esperada os fundos precisam que as empresas investidas tenham rendimentos expressivos. Daí a importância da participação dos fundos na administração das empresas direcionado-as para esse objetivo de incrementar os lucros.

Esse direcionamento pode ser observado pela **revisão** constante do Plano de Negócios inicial da empresa. Essa revisão é presente nos investimentos de PE por intermédio do Conselho de Administração<sup>49</sup> e exige do empreendedor uma compreensão sobre a divisão da tomada de decisões na empresa.

Os membros da organização gestora também participam e influenciam na forma de **remuneração** dos executivos da empresa investida, alinhado os interesses envolvidos com uma remuneração variável, baseada em metas e resultados<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> “No Brasil, Gioieli (2008) estudou a composição do Conselho de Administração nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2007 e constatou que, entre as empresas com investimento de PE/VC, 64,42% dos membros do Conselho exercem uma função de monitoramento. Este número é mais baixo entre as empresas sem investimento de PE/VC (44,09%), o que sinaliza uma maior independência dos Conselhos de empresas com investimento de PE/VC”, in AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 179;

<sup>50</sup> Como exemplo, citamos cláusula de acordo de acionista em PE onde o Conselho pode criar um comitê de remuneração: 5.7. *Comitês do Conselho de Administração O Conselho de Administração poderá criar um*



Há também o controle sobre o plano de negócios inicial, com possíveis trocas de diretores da empresa investida ao longo da execução do projeto. Na hipótese do acionista não atingir as metas do *business plan* vendida para o fundo, ele poderá ser destituído da administração. Essas são cláusulas comumente previstas no acordo de acionistas envolvendo fundos de PE, o que exige muita confiança do acionistas no plano de negócio vendido ao fundo.

Ainda com relação a lógica do investimento em PE, vale frisar que as empresas investidas recebem não apenas o capital dos fundos, mas também o suporte do **conhecimento** sobre administração empresarial que, no mais das vezes, agrega valor ao negócio e levará ao retorno esperado.

Por fim, os fundos desenvolvem monitoramento constante na empresa investidas, tanto para maximizar os lucros como para identificar a melhor oportunidade de **desinvestimento**, justificando assim a participação ativa dos fundos na administração da empresa.

Em casos onde o investimento é feito em parcelas, chamadas de “**rodadas de investimentos**”, o monitoramento do fundo se mostra importante para decidir pela participação nos próximos aportes de recursos, ou mesmo pela saída do investimento no caso da empresa não atingir as margens de rentabilidade esperadas para tanto.

Além de fazer parte da sistemática do investimento em PE, essa participação na administração da empresa está prevista na norma de criação do fundos de

---

*comitê executivo de remuneração, e quaisquer outros comitês que forem eventualmente exigidos por lei ou estabelecidos pelo Conselho de Administração, e seus membros terão as mesmas atribuições e obrigações estabelecidas na LSA para conselheiros de uma sociedade. O comitê executivo de remuneração será composto de até 4 (quatro) conselheiros, dos quais 2 (dois) (incluindo o presidente) serão eleitos pelo Maior Bloco Elegível e cada um dos outros 2 (dois) será eleito por cada um dos demais Blocos Elegíveis. Na hipótese de um Bloco não ter direito de nomear um membro, os demais Blocos Elegíveis terão o direito de nomear, de forma proporcional, tais membros do comitê executivo de remuneração. Quaisquer decisões do comitê executivo de remuneração serão tomadas por maioria de votos e o presidente terá o voto de desempate. (extraído do acordo de acionistas de M., firmado em 05/11/2008, cópia em poder do autor.)*

investimento em PE no Brasil<sup>51</sup>, o que já torna essa cláusula especial e cativa nesses acordos.

E é justamente por intermédio do acordo de acionistas firmado entre o fundo e a empresa investida que essa participação na administração da empresa pode ser viabilizada.

Pode-se questionar se nos acordos regulares esta participação na administração também não estaria presente por intermédio das cláusulas específicas de eleição de administradores. A resposta parece ser afirmativa, mas não necessariamente, como tentaremos expor a seguir.

Nos acordos comuns a participação do acionista na empresa pode não ter o mesmo objetivo de um fundo de PE. O acionista pode desejar apenas uma participação estratégica na empresa, como uma empresa coligada, desenvolvendo uma certa influência na empresa mas sem almejar uma participação expressiva em sua administração. Como exemplo, podemos citar a participação de uma empresa no capital de um dos seus fornecedores, visando apenas influenciar de alguma forma o direcionamento daquele negócio em um ponto específico.

Evidentemente que no caso acima não há a intenção de se tomar parte, de forma ativa, da administração do fornecedor, mas apenas influenciar algum vetor do negócio como, por exemplo, o preço de venda dos insumos de interesse para a produção da empresa que fez o investimento.

Por isso a intenção dos acionistas terá reflexo no acordo de acionistas (comuns) a ser firmado, fazendo variar o grau de participação na administração da companhia.

No caso do *private equity* essa participação é imprescindível, não facultativa, inclusive com **previsão normativa**, conforme já mencionamos.

---

<sup>51</sup> Instrução CVM nº 391/2003.

Sobre a previsão normativa de envolvimento na administração, observamos que a instrução nº 391/2003 da CVM não especifica o que seja exatamente essa “participação ativa” na administração da companhia, dando margem para outras interpretações.

Dessa forma, essa participação no acordo de acionistas em PE pode ser materializada apenas pela atribuição do direito de indicação de membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e da Diretoria da empresa investida, cujas cláusulas, na verdade, nada têm de diferente para um acordo de acionista regular.

Em resumo, podemos elencar como especialidade do acordo de acionistas em PE a necessária previsão da participação ativa do fundo na administração da empresa investida, o que é justificável pela própria natureza do ciclo do investimento do PE. Essa participação será importante no suporte na administração da empresa com o conhecimento agregado pela organização gestora, no monitoramento e revisão do Plano de Negócios, no momento de desinvestimento, nas “rodadas de investimentos”, e na determinação das metas de remuneração dos executivos.

Todavia, as cláusulas que materializam essa participação são as mesmas de um acordo de acionistas comum, ou seja, com a previsão da eleição dos órgãos da administração da companhia.

#### **4.2.2. Conselho de administração e diretor financeiro**

Como dissemos no item anterior, há clara necessidade de participação dos fundos na administração das empresas que recebem o investimento.

Essa atividade é verificada pela participação direta dos membros da organização gestora na empresa investida, principalmente nos primeiros 100 dias após o investimento<sup>52</sup>, mas também pela previsão de cláusulas presentes no acordo de

---

<sup>52</sup> “Os responsáveis mais frequentes por esta revisão foram os sócios ou gestores da organização gestora de PE/VC responsáveis pelo *deal*, em 54,2% dos casos de revisão de metas, seguido pelas forças tarefas dedicadas à

acionistas prevendo o direito do fundo eleger membros do Conselho de Administração e a diretoria, principalmente o diretor financeiro<sup>53</sup>.

A importância da criação e instituição do Conselho de Administração se deve ao interesse em criar valor para a empresa por intermédio de práticas de governança corporativa, o que certamente vai ter reflexos na fase de desinvestimento, principalmente se o mecanismo de saída escolhido for a oferta primária de ações, uma vez que o acesso a determinados mercados exige níveis elevados de governança na empresa.

Com relação a eleição da diretoria, especialmente o diretor financeiro, será ela que fará o controle e acompanhamento do capital investido pelo fundo, além de fornecer informações ao Conselho de Administração e controlar e fiscalizar os níveis de abertura dos dados financeiros sobre a empresa (*disclosure*).

Todavia, as cláusulas de indicação de membros da administração presentes nos acordos de PE não diferem significativamente das cláusulas presentes nos acordos comuns, conforme exemplo a seguir:

## 5. ADMINISTRAÇÃO

### 5.1. Conselho de Administração

*A Companhia terá um Conselho de Administração composto de 8 (oito) membros e igual número de suplentes, os quais deverão ser acionistas da Companhia, residentes no Brasil ou não, eleitos pela respectiva assembleia geral para um mandato unificado de 2 (dois) anos, permitida a reeleição. Não poderá ser eleito para o Conselho de Administração, salvo permissão expressa da assembleia geral, aquele que for (a) empregado ou ocupar cargo em sociedade que possa ser considerada concorrente da Companhia ou (b) tiver interesse conflitante com a Companhia.*

---

gestão dos “100 primeiros dias” com pessoas da empresa investida e da organização gestora de PE/VC, em 29,2% das ocorrências, e outros, totalizando 16,7%.” *In Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 299.

<sup>53</sup> “É muito comum que organizações gestoras nomeiem o Diretor Financeiro da empresa investida, atribuindo-lhe

a função de zelar pelo capital investido. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

*Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 179;

### 5.2. Membros do Conselho de Administração

*A eleição de membros do Conselho de Administração da Companhia e de seus suplentes, bem como a respectiva destituição ou substituição, a qualquer tempo, pelo Acionista que os houver indicado, nos termos deste Acordo, será feita pelos Acionistas de acordo com as seguintes regras, devendo os Acionistas votar e fazer com que os Representantes votem de forma a assegurar o pleno cumprimento de tais regras: (...)*<sup>54</sup>

Desta forma, para o escopo do trabalho proposto, não obstante a importância do Conselho de Administração, bem como do Diretor financeiro para a empresa investida, as cláusulas de eleição dos membros da administração no acordo de PE são tecnicamente comuns, regulares, não trazendo grandes especialidades em sua redação.

### 4.2.3. Ações com direito a veto

Ações com direito a veto tem relação com a administração das companhias, sendo determinante na decisão dos fundos em investir na empresa-alvo.

Dados demonstram que dentre os critérios mais importantes aos fundos de PE para avaliação dos projetos está a possibilidade de poder de veto em matérias chave na empresa investida. A assertiva “As organizações gestoras investem quando têm direito de veto em decisões que consideram “chave” na empresa investida”, tiveram 93 % de concordância na pesquisa publicada pelo 2º Censo sobre a Indústria de Private Equity brasileira.<sup>55</sup>

Os fundos de PE podem não querer alocar grande parte de seus recursos para adquirir o controle das empresa-alvo, todavia, com já dissemos, não abrem mão de participar da administração da empresa caso decidam pelo investimento.

---

<sup>54</sup> Extraído do acordo de acionistas da empresa M., firmado em 05/11/2008, cópia disponível em poder do autor.

<sup>55</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 181.

Nesse caso, sendo acionistas minoritários, os fundos procuram meios de proteger o patrimônio investido com a previsão de cláusulas estratégicas nos acordos de acionistas firmados com a empresa investida.

Ao lado da cláusula que prevê assento garantido no conselho de administração da empresa, as cláusulas prevendo o direito de veto aos fundos estão presentes na maioria dos acordos de acionistas de PE. Tais cláusulas são mais populares que os direitos de preferência sobre o recebimento de dividendos mínimos ou sobre o recebimento do capital investido mais retorno mínimo no caso de venda da empresa investida.<sup>56</sup>

Assim, o direito a veto permite aos fundos exercer influência na empresa investida sem deter o controle da companhia.

As matérias que usualmente os fundos tem poder de veto são fusões e aquisições, grau de endividamento e orçamento de investimentos. Reproduzimos a seguir gráfico que ilustra as principais matérias sobre as quais as organizações gestora exercem poder de veto<sup>57</sup>:

---

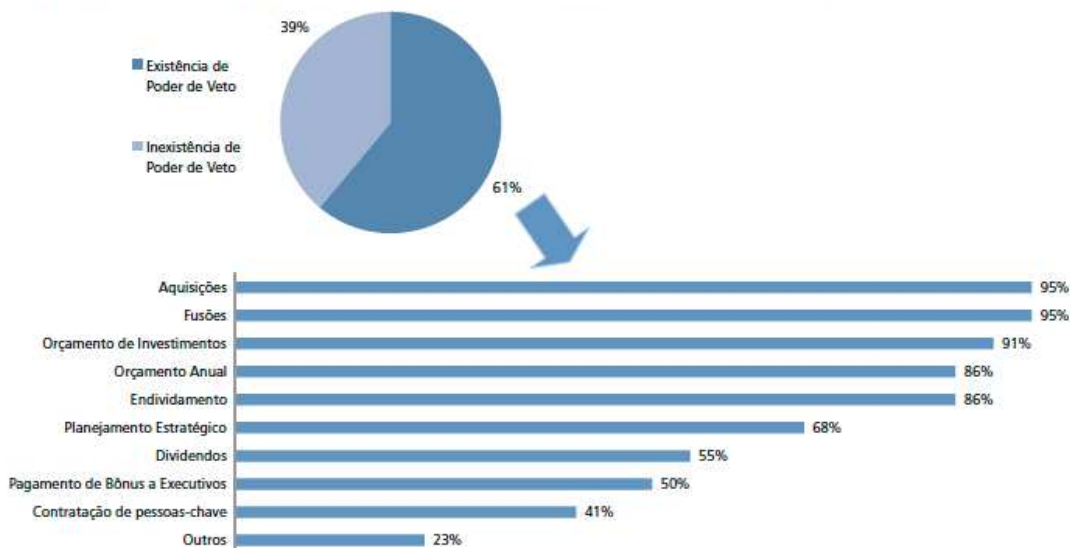
<sup>56</sup> “Já o Poder de Veto da organização gestora – quando minoritária – é mais popular do que o Direito de Preferência (62,2%). A alta administração tem o importante papel de analisar os riscos envolvidos no negócio, estimar a probabilidade de ocorrência e elaborar planos de contingência caso o evento realmente ocorra. Logo, é preciso analisar os riscos das alternativas existentes antes de tomarem qualquer decisão, pois estes podem se revelar demasiadamente grandes em relação ao retorno esperado. Por isso, o Poder de Veto é muito importante para a organização gestora e permite que só os projetos/investimentos com uma boa relação de risco/retorno de fato se concretizem.” in *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 291.

<sup>57</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 292.

### Gráfico 6.19. – Poder de veto e Ocorrências que podem ser vetadas pela Organização Gestora quando a mesma possui uma posição minoritária (em %)

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que apresentam poder de veto de minoritários. Em seguida, são listadas as ocorrências mais comuns a que se pode aplicar o poder de veto, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que declaram a existência de poder de veto sobre determinadas ocorrências sobre o número de empresas investidas que declararam apresentar poder de veto na primeira análise.

Respostas fornecidas por 20 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 36 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Pelo exposto até aqui podemos concluir que as cláusulas atribuindo poder de veto nos acordos de acionistas em PE são consideradas especiais. Todavia, tais cláusulas podem ser encontradas também em acordos de acionistas comuns, ou seja, não são exclusivas aos investimentos de PE.

Não obstante tais considerações, o que fica claro é o grau de importância que se atribui a essas cláusulas nos investimentos de PE, que é muito maior em relação ao acordos regulares, ao ponto de barrar o investimento na empresa-alvo caso o fundo não receba os poderes de veto.

Assim, podemos encontrar muitos acordos de acionistas regulares sem poder de veto aos acionistas minoritários, mas raramente um acordo de acionista envolvendo um fundo de investimento em *private equity* (FIP, por exemplo) será firmado sem o poder de veto sobre determinadas ocorrências, principalmente se o fundo for um acionista minoritário.

#### 4.2.4. Questões de governança corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade<sup>58</sup>.

Pode-se considerar que a governança corporativa tem quatro princípios básicos<sup>59</sup>: transparência, prestação de contas, equidade (entre os acionistas) e responsabilidade corporativa<sup>60</sup>.

A transparência, aliada às demais práticas de governança, são atrativos ao investidores de PE. *É importante lembrar que Governança Corporativa se relaciona também com sustentabilidade, especialmente tratando-se de aspectos estratégicos de longo prazo, tendo evoluído ao longo das últimas décadas. Este conceito passou a envolver diferentes dimensões da empresa – a natureza de seus produtos, questões ambientais, sociais, econômico-financeiras e a própria governança corporativa – e que devem ser avaliadas sob critérios de políticas adotadas, sistemas de gestão e desempenho e cumprimento legal.*<sup>61</sup>

Em geral, as melhores práticas de governança corporativa são identificadas pelos veículo de investimento como a participação no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal, nomeação de executivos, auditoria independente, gerenciamento de riscos, dentre outras.<sup>62</sup>

---

<sup>58</sup> Conceito disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>; acessado em 01/05/2013.

<sup>59</sup> Extraídos da aula 2 de Governança Corporativa, ministrada pelo professor André Antunes Soares de Camargo no dia 04/05/2012, curso LLM – Direito Societário – Insper, 2012.

<sup>60</sup> Segundo o professor Alexandre Di Micelli, o último princípio “...é polêmico pelo fato de não haver uma definição clara do que significa isso. Para alguns, se a empresa cumprir todas as suas obrigações legais e se for justa e ética no relacionamento com os seus stakeholders, já está sendo responsável do ponto de vista corporativo. Para outros, esse termo significa o que a empresa gasta em iniciativas de responsabilidade social ou ambiental”, disponível em <http://www.fea.usp.br/noticias.php?i=86>, acessado em 02/05/2013.

<sup>61</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 177;

<sup>62</sup> Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.



Considera-se que os Fundos de Investimento em Participações (FIP) são os mais adequados e, talvez por isso, os mais utilizados nos investimentos de PE. As regras de governança corporativa envolvendo os FIP foram trazidas pela Instrução Normativa 391 de 2003 da Comissão de Valores Mobiliários. Pela análise da instrução, já sabemos que a governança corporativa nos acordos de acionistas em PE pode ser considerada cláusula especial e essencial, principalmente em se tratando de companhias fechadas<sup>63</sup>.

Em acordos comuns, embora a cláusula prevendo as melhores práticas de governança seja bem vista pelo mercado, ela não é cláusula necessária, ou seja, não pode ser considerada como cláusula essencial, sobremaneira pela inexistência de norma exigindo tal previsão nos acordos de acionistas comuns.

Fazemos ressalva apenas para as empresas que pretendem ingressar no Novo Mercado da BOVESPA, que no ano de 2002 estabeleceu padrão de governança diferenciado para as empresas que quisessem acessá-lo<sup>64</sup>. Nesses casos é provável que os acordos de acionistas prevejam a forma de governança exigida pelo novo mercado, afinal o acordo terá execução já com a empresa novo mercado. Fazendo uma comparação entre algumas regras para ingresso no novo mercado e a instrução nº 391/2003 CVM, temos o seguinte quadro:

Novo Mercado <sup>65</sup>	Instrução nº 391/2003 CVM
Não ter partes beneficiárias;	Proibida a emissão e circulação de partes beneficiárias;
Conselho de administração com mandato unificado de até 2 (dois) anos;	O mandato do Conselho de Administração é unificado de 1 (um) ano;

<sup>63</sup> Vide capítulo tratando sobre os FIP para mais informações.

<sup>64</sup> Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>, acessado em 01/05/2013.

<sup>65</sup> Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>, acessado em 01/05/2013.

Divulgação de Informações: todos documentos mencionados no regulamento de listagem no novo mercado devem ser objeto de divulgação pela companhia;	Disponibilização de documentos, tais como, contratos com partes relacionadas, acordo de acionistas e os programas de aquisições de ações e outros valores mobiliários emitidos pela empresa;
Obrigação de firmar termo de arbitragem;	Adesão a câmara de arbitragem para soluço de conflitos;
� segmento especial do mercado de a�es.	Adesão a segmentos especiais da bolsa de valores em caso de abertura de capital;
Demonstra�es financeiras trimestrais revisadas por auditor independente.	VI) auditoria anual das demonstra�es financeiras por auditores independentes registrados na CVM

Pelo caráter excepcional das duas normas citadas acima, consideramos a cláusula prevendo as práticas de governança corporativa nos acordos de PE, envolvendo FIP, como cláusulas especiais em rela o aos demais acordos de acionistas comuns.

Vale mais uma observa o com rela o a instru o 391 CVM. A norma menciona que no caso de abertura do capital o acesso da empresa deverá ser   mercados especiais, como por exemplo o novo mercado: *no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores*<sup>66</sup>;

Nota-se que no caso das companhias fechadas a instru o 391/2003 já antevê o procedimento de prepara o da empresa para acessar segmento especial no mercado e a es, praticamente direcionando a empresa nesse sentido.

<sup>66</sup> Art. 2 , parágrafo 4 , inciso V, instru o CVM N  391, de 16 de julho de 2003.

Outro fator interessante é o requisito do artigo 2º da instrução CVM 391/2003 com relação a **participação do FIP na Administração da empresa investida**. o FIP deverá participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da **indicação de membros do Conselho de Administração**.

Tal requisito irá impactar diretamente no acordo de acionistas/cotistas firmado entre o fundo e a sociedade investida, independente do fundo adquirir ou não o Controle da empresa.

Para evitar a repetição, não vamos tratar neste item, de forma específica, sobre a participação do fundo na administração da empresa com indicação dos membros do conselho de administração e administradores, o que pode ser conferido em capítulo específico anterior.

O que frisamos neste ponto é que a indicação dos membros com influência efetiva no conselho de administração, bem como outras medidas como a exigência de quórum qualificado para aprovar decisões sensíveis à empresa, revelam nada mais que a preocupação dos fundos em proteger o investimento contra possíveis alterações nos rumos traçados para a empresa no momento do investimento.

Esse monitoramento é algo constante nos investimentos envolvendo fundos de PE, não só para manter a estratégia inicial de investimento como também para alcançar a saída ou o desinvestimento. A governança corporativa tem papel fundamental nesse processo de vigilância dos fundos sobre as empresas investidas, que não seria possível sem a transparência dos dados financeiros e sem participação efetiva na administração da empresa.

Como já mencionado, os pontos de governança corporativa previsto na norma de regulação do FIP, que tem influência nas companhias **fechadas** que recebem financiamento do fundos, previstos no parágrafo 4º, artigo 2º, da instrução 391/2003 são: I) é proibida a emissão e circulação de partes beneficiárias; II) o mandato do Conselho de Administração é unificado de 1 (um) ano; III) disponibilização de

documentos, tais como, contratos com partes relacionadas, acordo de acionistas e os programas de aquisições de ações e outros valores mobiliários emitidos pela empresa; IV) adesão a câmara de arbitragem para solução de conflitos; V) adesão a segmentos especiais da bolsa de valores em caso de abertura de capital (novo mercado, por exemplo); VI) auditoria anual das demonstrações financeiras por auditores independentes registrados na CVM.

Com relação às partes beneficiárias, há tempo essa forma de pagamento vem recebendo críticas do mercado e, embora legalmente prevista<sup>67</sup>, está praticamente em desuso por ser considerada forma de remuneração diferenciada com relação aos demais acionistas.

*A remuneração das partes beneficiária é devida mesmo quando os acionistas deliberam não distribuir lucro*<sup>68</sup>, o que pode explicar os motivos de ser considerada prática contrária às boas práticas de governança corporativa.

O expediente de emissão ainda pode ser encontrada de forma dissimulada atualmente, o que não afasta as críticas do mercado, como aconteceu com a Gerdau em meados do ano de 2006, que aumentou o pagamento de *royalties* aos controladores como forma de remunerar diferentemente os acionistas.<sup>69</sup>

Com relação ao mandato dos conselheiros, observa-se que o prazo Na instrução CVM 391 é de um ano, menor que a própria recomendação do código de melhores práticas do IBGC, que recomenda o prazo de dois anos para o mandato dos conselheiros. A reeleição também não deve ser automática, funcionando o prazo fixo de mandato como um período de testes para o desempenho do conselheiro.

A alternância dos conselheiros é salutar para arejar o conselho, trazendo maior experiência e capacidade de avaliação. Outro ponto é que a alternância evita o

---

<sup>67</sup> Lei 6.404/76, artigo Art. 46. *A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados "partes beneficiárias". § 1º As partes beneficiárias conferirão aos seus titulares direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação nos lucros anuais (artigo 190).*

<sup>68</sup> Lazzareschi Neto, Alfredo Sérgio, *Lei das Sociedades por Ações Anotada* / Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto / - 4. ed. Rev., atual e ampla. – São Paulo: Saraiva 2012, pág. 126.

<sup>69</sup> *Royalties do dono desagradam mercado*, Valor Econômico 05/05/2006, disponível em <http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=287079>, acessado em 01/05/2013.

“sequestro” dos conselheiros pelos administradores, cuja influência no conselho torna-se mais difícil com a mudança contínua dos seus membros.

Quanto a disponibilização dos documentos, deve-se notar que a recomendação da norma pode frustrar a razão de ser do acordo de acionistas, pois as matérias tratadas no acordo são geralmente sigilosas, não sendo intenção dos acionistas dar publicidade de seu conteúdo. Caso fosse para torná-las pública, poderiam ser tratadas diretamente no estatuto de constituição da companhia.

No que tange a câmara de arbitragem, o requisito está presente também no regulamento para acesso aos níveis especiais do mercados de ações, além do próprio código de boas práticas de governança do IBGC. As vantagens desta forma de solução de conflito já são conhecidas, como a celeridade na solução do conflito e o sigilo dos procedimentos, preservando assim todos os envolvidos.

Por fim, com relação ao auditores independentes, chamamos a atenção para o fato da instrução 391/2003 exigir o registro do auditor junto a CVM. Exigência semelhante não se encontra expressa nem mesmo no código de boas práticas de governança do IBGC.

Passados os principais pontos trazidos pela instrução cvm 391/03, reafirmamos que o controle da instrução normativa é prévio, ou seja, ocorre antes do investimento pelo fundo na empresa alvo. Assim, acreditamos que as referidas determinações vão influenciar na elaboração do acordo de acionistas a ser firmado pelo fundo e pelos acionistas fundadores da empresa.

Saindo das determinações da instrução 391/2003, os fundos ainda podem exigir a criação de comitês de auditoria e de uma figura que, embora não tenha previsão legal, torna-se popular pelo costume<sup>70</sup>, que é o “observador do conselho”. O observador do conselho nada mais é que uma pessoa indicada pelo fundo para

---

<sup>70</sup> Para ver mais sobre o direito consuetudinário no D. Comercial vide Marcelo Guedes Nunes, *Princípio do reconhecimento dos usos e costumes comerciais*, GEP – Grupo de Estudos Preparatórios do Congresso de Direito Comercial – Princípios do Direito Comercial, São Paulo, 2011, disponível em <http://www.congressodireitocomercial.org.br/2011/images/stories/pdfs/gep2.pdf>, acessado em 01/05/2013.

participar das reuniões do conselho sem, contudo, participar do processo de decisão. Inclusive a figura do observador é mencionada, da forma como citamos, no popular guia para elaboração de *term sheets* elaborado pela *Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA)*<sup>71</sup>.

Interessante notar que o roteiro da LAVCA coloca a cláusula sobre governança no guia de orientação para formulação de *term sheet* e não no guia que trata sobre o acordo de acionistas (*shareholders's agreement*), o que corrobora o que dissemos nos capítulos iniciais acerca da liberdade contratual das partes e flexibilidade ao firmar os contratos de investimento em PE.

Para ilustrar um caso onde a governança corporativa foi importante para consecução de investimento em *private equity*, escolhemos o caso da Diagnósticos da América S/A (DASA), cujos trechos foram extraídos do curso de Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores, formulado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, no ano de 2011<sup>72</sup>.

*No início do ano de 2004, após uma série de aquisições bem sucedidas e abertura de novas unidades nos três estados em que a empresa estava presente, o Dr. Caio Auriemo, Diretor-Presidente da Diagnósticos da América S/A (DASA) e o Sr. Alexandre Saigh, sócio do Pátria Banco de Negócios, precisavam identificar outra maneira de prosseguir em seu intento de crescimento permanente, de forma a perseguir a macro-estratégia de tornar a DASA um provedor nacional de conhecimento e serviços em medicina diagnóstica.*

*Além disso, havia a necessidade de se encontrar uma saída para o Banco Pátria. Para tanto, estabeleceram a próxima etapa do empreendimento: abrir o capital da empresa, lançando ações em bolsa por meio de oferta pública de ações ordinárias (IPO). Isso possibilitaria obter recursos de capital para os novos projetos da empresa, estabelecendo um novo método de financiamento no setor e criando liquidez para participações acionárias detidas pelo empreendedor Dr. Caio Auriemo e o fundo de private equity administrado pelo Pátria Banco de Negócios. A estratégia de crescimento via aquisições se mostrara acertada e necessitava de novas fontes de financiamento permanente para sua continuidade.*

---

<sup>71</sup> Disponível em <http://lavca.org/research-and-tools-2/models-and-guides/>, acessado em 01/05/2013.

<sup>72</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, Capítulo 8.

As partes escolheram um modelo de negócios que possibilitasse manter o atual acionistas como controlador e que o permitisse compartilhar as decisões mais sensíveis com os gestores escolhidos. O compartilhamento das decisões foi estabelecido por meio de um **acordo de acionistas** e uma **governança corporativa adequada**.

O Banco Pátria atuou de forma determinante para gerar valor para a empresa, conforme as etapas mencionadas a seguir: a) governança corporativa (maior transparência na gestão) e mecanismos de gestão eficaz (aumento da qualidade da gestão); b) melhorias operacionais; c) crescimento orgânico e d) aquisições estratégicas visando a consolidação no mercado. Vide quadro abaixo.

O monitoramento do investimento foi realizado com instrumentos visivelmente de governança corporativa, como a auditoria independente e relatório periódicos dos gestores, o que contribuiu com maior transparência da gestão para os *stakeholders*, facilitando de certa forma a abertura do capital pela confiança depositadas na empresa.

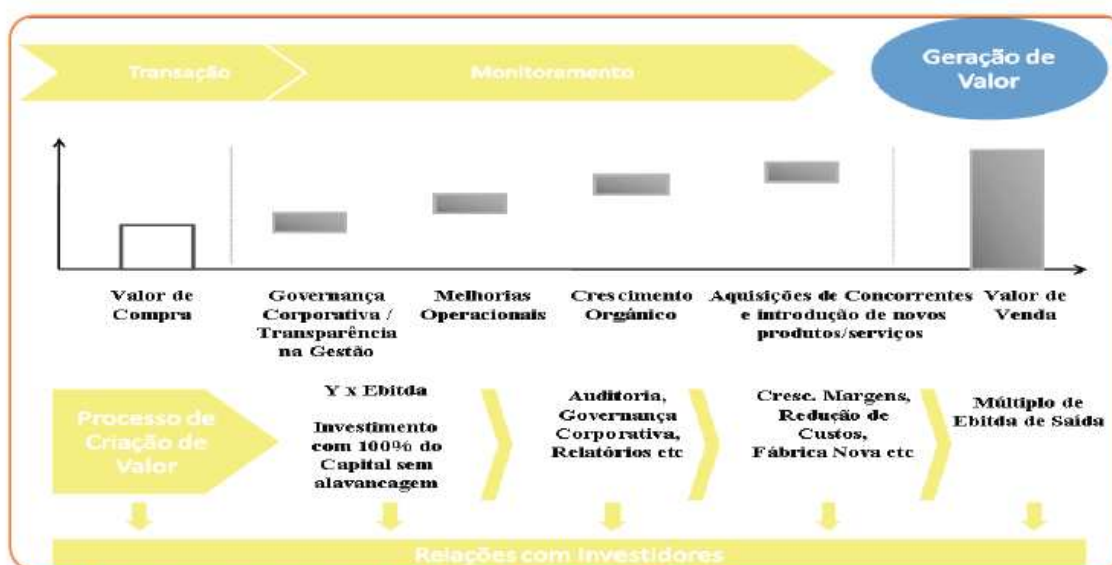


Ilustração 9. As etapas do processo de monitoramento e criação de valor do Pátria Banco de Negócios em PEVC

Dados do 2º Censo sobre a indústria de PE no Brasil revela que, dentre 84 organizações gestoras consultadas, 57% desse total considera que a qualidade de governança corporativa das empresas é obstáculo para captação de recursos e investimento de PE.<sup>73</sup>

A Governança Corporativa está intimamente ligada a cultura da empresa e de seus administradores, que precisam ser adaptadas para receber o investimento. Sabe-se que a mudança na cultura de uma empresa não é tarefa fácil, por isso a cultura empresarial e, conseqüentemente, a viabilidade de implementação das melhores práticas de governança corporativa, são consideradas barreiras para o fechamento do negócio (chamados *deal breakers*), ou mesmo um ponto de rompimento do contrato já em execução<sup>74</sup>.

Por todo exposto, podemos concluir que, não obstante as praticas de governança corporativas estejam em crescente disseminação entre as sociedades empresárias, nos acordos de acionistas envolvendo PE as cláusulas prevendo as práticas de governança merecem significativa atenção, e podem ser consideradas, senão a mais importante, umas das mais especiais nos acordos envolvendo investimentos de PE.

### **4.3. Direitos econômicos dos acionistas**

Além dos direitos políticos, os signatários do acordo de acionistas podem tratar dos direitos econômicos atribuídos a cada acionista, como os direito de preferencia em caso de liquidação, direitos de conversão em ações ordinárias, resgate de ações, entre outros.

Nos acordos de acionistas envolvendo fundos de PE, os direitos econômicos servem basicamente para proteger o capital investido na empresa, mitigando os riscos dos fundos na operação.

---

<sup>73</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 128.

<sup>74</sup> *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 167.



Dentre os direitos transacionados pelas partes estão: os direitos de preferência em geral; os direitos de primeira oferta direito de preferência com relação às ações; os direitos de conversão de debêntures em ações e o direito de resgate de ações.

A seguir passaremos a discorrer sobre tais direitos frente ao acordo de acionistas envolvendo fundos de *private equity*.

#### 4.3.1. Preferência na liquidação

Na sociedade anônima, de modo geral, os direitos preferenciais do acionista são atribuídos em decorrência do detenção de ações preferenciais, conforme definidos no estatuto. Em geral, elas dão direitos ao recebimento de dividendos de forma preferencial, fixo ou mínimo, preferencia no recebimento do capital investido, ou a acumulação desses benefícios<sup>75</sup>. Essas preferências geralmente são concedidas em detrimento ao direito de voto<sup>76</sup>, não obstante não seja vedado pela lei a atribuição de voto às ações preferenciais, não é comum encontrá-las nas companhias.

Por vezes as ações preferencias não suportam integralmente os interesses dos fundos, principalmente por que as ações preferencias não atribuem ordinariamente o direito de voto a seu detentor, o que exige a elaboração de acordo de acionistas garantindo a participação nos rumos da empresa pelo direito de voto.

A par disso, as partes podem incluir outros direitos de preferencia via acordo de acionista, como o direito de preferencia em caso de liquidação da empresa, que nada mais é que garantir ao fundo o recebimento do capital investido de forma preferencial, em detrimento do empreendedor, na ocorrência da venda, fusão ou recebimento de outro financiamento pela empresa investida.

---

<sup>75</sup> Artigo 17 da Lei da S.A.

<sup>76</sup> Há autores que defendem que no silêncio do estatuto, as ações preferenciais de companhias não negociadas em bolsa possuem direito de voto, vide EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampla. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pág. 62.

Os fundos podem estabelecer que a preferencia será sobre o valor do capital investido ou sobre múltiplos desse valor, ou seja, o fundo recebe o capital investido mais um valor determinado no caso de liquidação da empresa alvo.

Após o recebimento pelo fundo, o saldo remanescente da liquidação será dividido entre os demais acionistas e o empreendedor.

As cláusulas atribuindo direito de preferência na liquidação são relativamente comuns nos acordos de acionistas. Conforme censo publicado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento e Indústria em 2009, 33% das empresas pesquisadas tinham firmado acordo de acionistas com a cláusula de preferencia de liquidação. Dentre elas, o recebimento do capital investido mais retorno mínimo em caso de liquidação da empresa investida apareceu em 78,5% dos casos.<sup>77</sup>

Nota-se que a cláusula de preferencia na liquidação só se justifica pelos risco envolvido nas operações de investimento. Tal cláusula não faria sentido em um acordo de acionistas comum, ou seja, sem o recebimento de investimento pela empresa. Lembramos ainda que fora o capital aportado na empresa, há ainda o fornecimento pelo fundo de suporte na administração da empresa com orientações financeiras, de governança corporativa, monitoramento do plano de negócios, dentre outras.

A princípio a cláusula também não se justificaria se tais direitos (preferência na liquidação e direito a voto) pudessem ser garantidos de outra forma, como a situação hipotética de recebimento de ações preferenciais com direito a voto e, ainda, preferência na liquidação, o que é definitivamente raro de acontecer. Nesse caso, o acordo de acionistas serviria como uma garantia de exercício de tais direitos, reforçando a posição do fundo frente ao investimento.

Dessa forma, analisando os direitos econômicos dos acionistas, podemos considerar que a previsão de preferencia de recebimento do capital investido (simples ou por

---

<sup>77</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 291.

múltiplos) em caso de liquidação, é cláusula especial no acordos envolvendo fundos de PE, uma vez que tais cláusulas só se justificam em virtude do risco que envolvem o investimento, e ainda, quando tais direitos não puderem ser garantidos por outros meios, como o recebimento de ações preferenciais.

#### **4.3.2. Direito de primeira oferta *versus* direito de preferência**

Em princípio, cumpre esclarecer que o direito de preferencia pode se referir ao direito de preferencia de subscrição de novas ações. Todavia, o direito de preferencia pode se referir não apenas à subscrição de novas ações, mas também à preferência na transferência de ações, na compra de ações em tesouraria, na recompra das ações do investidor pelo fundador da empresa, dentre tantas outras opções que podem ser encontradas nos acordos de acionistas firmados entre o empreendedor e os fundos de PE.

Assim, com o fim de viabilizar o trabalho, elencamos apenas algumas dessas situações para serem tratadas neste capítulo, sem desconsiderar a existência de outras ocorrências, não menos importantes, que poderiam ser aqui mencionadas, dependendo da forma de estruturação do contrato.

Em termos gerais, o direito de preferência de subscrição é o direito do acionista subscrever novas ações em caso de aumento de capital, na proporção do número de suas ações. A preferência na subscrição de novas ações visa manter a participação percentual do acionista na empresa. O procedimento para o exercício do direito de preferência vem descrito no artigo 171 da Lei da S.A.

A preferencia na transferência de ações é o direito atribuído ao acionista (fundo de investimento ou empreendedores) de aquisição dessas ações no caso de transferência. Assim, concorrendo com um terceiro, ou mesmo com outro acionista, o detentor desse direito terá preferência na aquisição das ações ofertadas.

Já o direito de primeira oferta é conferido ao acionista que terá direito de comprar as ações de outro acionistas que queira vendê-las, antes dessas ações serem

oferecidas a terceiros. Antes mesmo de qualquer oferta das ações, o acionista ofertante terá que oferecê-las, em primeiro lugar, ao(s) acionista(s) da empresa. Não havendo interesse por parte dos outros acionistas, o ofertante está liberado para vendê-las a terceiros, observando as mesmas condições originais.<sup>78</sup>

Os direitos não se confundem, pois o direito de preferência está relacionado com a subscrição de novas ações, ao passo que o direito de primeira oferta com a transação de ações já emitidas.

Embora os direitos de preferência na subscrição, de transferência e de primeira oferta possam ser cativos nos acordos de PE, tais direitos são também recorrentes no acordos de acionistas regulares.

Vejamos um exemplo da cláusula em um acordo comum<sup>79</sup>:

*11.2. Na hipótese de qualquer ACIONISTA, a qualquer tempo, pretender, direta ou indiretamente, ceder, transferir, vender, conferi-las ao capital de outra companhia ou de qualquer outro modo alienar (doravante denominado de "ALIENAÇÃO" ou "ALIENAR"), em parte ou na integralidade, suas AÇÕES e/ou TÍTULOS CONVERTÍVEIS (sejam eles possuídos na data da assinatura do presente ou posteriormente adquiridos), ou firmar qualquer acordo ou instrumento para efetivar tal ALIENAÇÃO (doravante denominado "OFERTANTE"), o OFERTANTE deverá, antes de tomar qualquer iniciativa, oferecê-los aos demais ACIONISTAS (cada um deles doravante denominado "OFERTADO") nos termos e condições estabelecidas nesta Cláusula 11, e de acordo com o seguinte:*

Especialmente tratando-se do direito de subscrição de novas ações, no acordo de PE pode ocorrer a renúncia de tais direitos visando acomodar os novos investidores ao longo das rodadas de investimento. Vale lembrar que a renúncia do direito de subscrição pode vir previsto no estatuto da companhia aberta.<sup>80</sup> As companhias investidas são geralmente fechadas, visando a saída dos fundos pela abertura do

---

<sup>78</sup> Há ainda o chamado **direito de primeira recusa**, muito comum nos acordos de acionistas, que funciona da seguinte forma: após um terceiro fazer oferta para compra de ações, o acionista que recebeu a oferta comunica aos demais acionistas já existente as condições da oferta, que poderão equiparar a oferta, ou mesmo oferecer valor mais alto, e comprar as ações.

<sup>79</sup> Cláusula retirada do Acordo de Acionistas da empresa Companhia Brasileira de Distribuição, em 16 de setembro de 1999, disponível em [http://www.gpari.com.br/arquivos/GPA\\_ATA\\_AA\\_19990809\\_port.pdf](http://www.gpari.com.br/arquivos/GPA_ATA_AA_19990809_port.pdf), acessado em 01 de Maio de 2013.

<sup>80</sup> Artigo 172 Lei da S.A., e segundo parecer CVM/SJU n. 089/93: "o direito de preferência só pode ser excluído nas hipóteses previstas no artigo 172 da Lei n. 6.404/76".

capital em bolsa. Para as companhias fechadas, os estatutos das companhias podem prever a exclusão do direito de preferência na subscrição de ações nos termos de leis especial sobre incentivos fiscais.<sup>81</sup> Desta forma, pode-se entender que, fora as causas previstas nas leis de incentivos fiscais, o estatuto da companhia fechada não comportaria exclusões do direito de preferência.

Assim, para se evitar qualquer risco e sua participação nas rodadas de investimentos, os fundos elaboram acordos de acionistas para garantir o direito de preferência na subscrição de novas ações concomitante com a **renúncia** de tal direito pelos fundadores da empresa investida.

Com relação ao direito de preferência na transferência e do direito de primeira oferta, eles podem ser justificáveis pela confiança que o fundo deposita no empreendedor para aquele negócio. Em alguns casos, a saída do sócio fundador pode ser desastroso para o desenvolvimento da empresa. O fundo geralmente não tem conhecimento profundo de todas as áreas das empresas de seu portfólio, sendo fundamental a presença do empreendedor no negócio por determinado período.

O direito de preferência serve também como forma de controle da transferência das ações. Em casos onde a saída do investimento ocorrerá pela recompra das ações pelo fundador da empresa, o direito de preferência poderá ser atribuído ao empreendedor como forma de garantir que as ações não sejam alienadas a terceiro. Isso também pode funcionar como fator de permanência do empreendedor no negócio, pois sabe que após o período de maturação do investimento, com a natural valorização das ações, ele terá possibilidade de recompra dessas ações.

Conclusão, as cláusulas de preferência e primeira oferta não são exclusivas do acordo de acionistas em PE. Todavia encontra-se algumas especificidades tratando-se de investimentos em *private equity*, como a previsão de renúncia ao direito de subscrição de novas ações, mesmo nas empresas fechadas; a utilização de tais cláusulas como garantia do investimento pelo controle das transferências; como

---

<sup>81</sup> Artigo 172, parágrafo único, Lei da S.A.

forma de assegurar a estratégia de desinvestimento; e como incentivo para a permanência do empreendedor na empresa durante o ciclo de maturação.

#### 4.3.3. Debêntures conversíveis

Debêntures são valores mobiliários que atribuem direito de crédito ao detentor contra a companhia emissora. Tem remuneração híbrida, ou seja, é estabelecida uma remuneração fixa (correção monetária) e uma variável (pagamento de taxa de juros) até o resgate.

A debênture conversível poderá atribuir ao detentor a opção de convertê-la em ações da companhia emitida, com previsão legal no artigo 57 da Lei da S.A. Assim, ao final do prazo estabelecido, ao invés de resgatá-la, poderá seu detentor receber ações da companhia na forma prevista na escritura de emissão da debênture. Nesse caso o debenturista passaria da condição de credor para acionista.<sup>82</sup>

Em caso de debêntures conversíveis, deve haver a renúncia do direito de subscrição pelos acionistas fundadores no momento da emissão, por força da preferência existente no artigo 57, parágrafo primeiro da Lei da S.A.<sup>83</sup>, que remete ao artigo 171 e 172 da mesma norma, os quais já foram tratados no capítulo sobre o direito de preferência na subscrição de novas ações.

As debêntures conversíveis podem ser utilizada pelos FIP's , conforme artigo 2º da instrução n. 391/03 da CVM, que possibilita o investimento em *ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas (...)*.

As debêntures podem funcionar para os fundos como alternativa a tradicional participação acionária no momento de financiar as empresas.

---

<sup>82</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampla. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pág. 73.

<sup>83</sup> Artigo 57, parágrafo 1º: *Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos artigos 171 e 172.*

Dentre várias forma de utilização, o fundo pode adquirir participação na companhia investida pela compra ou subscrição de novas ações ou ainda tornar-se credor da companhia pela aquisição de debêntures conversíveis em ações ordinárias ou preferencias (a conjunção das duas ocorrências também é possível na mesma operação).

De posse das debêntures conversíveis, e de acordo com a evolução do desempenho da empresa, os fundos podem controlar sua participação na companhia que recebe o investimento. Assim, sendo os resultados positivos, os fundos podem optar pela conversão e aumento de sua participação na empresa. Em caso de desempenho pouco expressivo, os fundos podem apenas resgatar as debêntures e sair do investimento, ou ainda, apenas manter sua participação atual na empresa investida apostando no desempenho futuro.

As debêntures conversíveis podem também funcionar como estratégia para aquisição do controle da empresa, no caso de conversão desse valores por ações ordinárias da companhia investida.

Todas essas questões podem ser reguladas por diversos contratos firmados entre o fundos e as empresas investidas, e não apenas por meio de acordo de acionistas.

Além disso as debêntures conversíveis também não são exclusivas dos investimentos em PE, podendo ser encontradas em outras operações não relacionadas a esse tipo de investimento.

É o caso dos investimentos denominados Mezanino<sup>84</sup>, que geralmente se utilizam das debêntures conversíveis para realizar o financiamento de empresas.

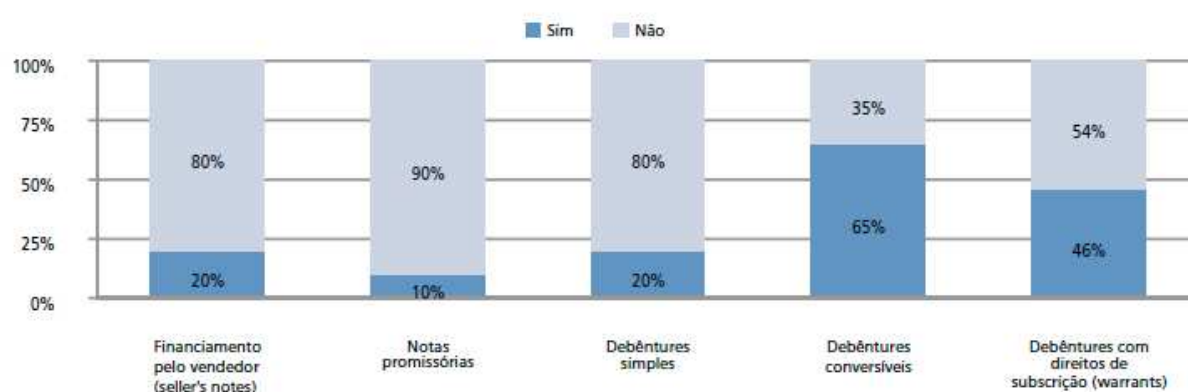
---

<sup>84</sup> Mezanino: Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis de várias modalidades e direitos de subscrição. Os investimentos de mezanino possuem a característica de serem instrumentos de dívida a qual é total ou parcialmente conversível em ações, in AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 30.;

Dentre as empresas financiadas por instrumentos de dívida, as debêntures conversíveis são as mais populares entre os financiamentos, conforme demonstra censo da indústria de PE divulgado no ano de 2009. Abaixo segue o gráfico extraído daquela pesquisa com os dados sobre as características do financiamento utilizando instrumentos de dívida.<sup>85</sup>

#### Gráfico 6.7. – Características dos Investimentos Financiados por Instrumento de Dívida (em %)

Representação gráfica caracteriza os investimentos cujo instrumento utilizado fora dívida, apresentando a recorrência de diversas cláusulas e modalidades nessa classe. Repostas fornecidas por 12 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 19 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Vale lembrar que os instrumentos de dívida não eram muito utilizados por exigir maior solidez financeira das empresas. Em 2001 esse quadro foi alterado pelo investimento do BNDESpar<sup>86</sup> na empresa Lupatech na forma de debêntures conversíveis, o que alavancou esse tipo de financiamento de forma mais incisiva (vide citação integral do case no capítulo que trata dos casos de sucesso em PE).<sup>87</sup>

Em conclusão, a debênture conversível: a) não necessariamente precisa estar prevista no acordo de acionista de PE, podendo ser regulada apenas na escritura de emissão ou em outro contrato firmado entre o fundo e a empresa investida; b) em todo caso, estando prevista, é preciso constar a renúncia dos acionistas fundadores

<sup>85</sup> *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009, pág 275.

<sup>86</sup> Segmento do BNDES dedicado à indústria de Private Equity e Venture Capital.

<sup>87</sup> Para mais detalhes sobre a operação na empresa Lupatch, vide *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pág. 64



nos termos do artigo 57, parágrafo único, da Lei da S.A; c) é uma opção de investimento, funcionando como alternativa a trivial participação inicial do fundo no capital da empresa; d) pode servir como forma de controle para o fundo decidir o melhor momento de participar da empresa investida, como forma de controlar o nível de sua participação na empresa, ou ainda na estratégia para aquisição do controle da empresa investida; e) por fim, é utilizada por outros tipos de investimento, ou seja, serve não só aos investimentos em PE. Sendo assim, concluímos que sua previsão não é exclusiva aos acordos de acionistas em PE, não podendo ser considerada cláusula especial desses contratos.

#### **4.3.4. Ações resgatáveis**

Ações resgatáveis são consideradas ações de classe ou condição especial. Nos contratos de PE o resgate das ações é um direito conferido ao acionistas, geralmente ao fundo de investimento, que lhe dá a possibilidade de vender suas ações para a própria empresa investida, por um preço fixo.

A utilização das ações resgatáveis podem servir como um complemento aos mecanismos de saída combinado entre as partes. Assim, após um determinado período, caso os fundos não consigam liquidar o investimento, as ações resgatáveis permitem aos fundos recuperarem o investimento, ou parte dele, com a venda das ações para a empresa investida.

É preciso considerar que deve haver recursos disponíveis na empresa para tal aquisição.

O insucesso na liquidação do investimento pode ter ocorrido por problemas financeiros na empresa, o que afasta novos investidores para o negócio e consequentemente a saída do fundo.

Nesse contexto, a ausência de caixa também frustraria o objetivo do resgate das ações pelo fundo, que se tornaria credor da empresa sem perspectivas de reaver o capital em um curto prazo.

Vale mencionar que as organizações gestoras participam da administração da empresa (ex. indicando um diretor financeiro, estabelecendo e ajustando planos de negócios), direcionando inclusive as decisões financeiras da companhia ao longo do período de maturação do investimento. Nessa situação, o insucesso da companhia pode estar relacionada às decisões equivocadas do próprio gestor do fundo. Assim, em um caso extremo, o insucesso dos investidores no resgate das ações poderia ter sido causado pelos próprios equívocos dos gestores ao longo do período de maturação.

Pelo mencionado acima fica claro que as ações resgatáveis não podem ser o único instrumento de saída escolhido pelos fundos para recuperar o investimento.

Outro ponto que merece destaque diz respeito aos cuidados no momento de negociação e, conseqüentemente, na forma como o direito de resgate de ações está previsto em contrato.

Pela legislação atual o direito de resgate é direito geralmente atribuído aos acionistas minoritários. Na negociação da cláusula, entendemos que é preciso cuidado com dois pontos: a) quórum de aprovação: o resgate só ocorre com a aprovação de mais da metade da classe atingida, salvo previsão no estatuto social<sup>88</sup>, ou seja, se não houver previsão em contrato, seguir-se-á a previsão legal, o que pode dificultar o resgate se houver mais de um acionistas, além do fundo, com ações resgatáveis; b) Direito de recesso: a alteração do estatuto com relação às condições de resgate dá direito de retirada aos acionistas da classe prejudicada<sup>89</sup>, ou seja, negociar bem a cláusula é fundamental, pois se precisar alterar a forma ou condição de resgate e houver mais de um acionista com o mesmo direito, haverá possibilidade do exercício do direito de retirada a esse outro acionista.

---

<sup>88</sup> Lei nº 6.404/76, artigo 44, parágrafo 6º.

<sup>89</sup> Lei nº 6.404/76, artigo 137, *caput*.

Os efeitos das ações resgatáveis assemelham-se ao de outros institutos existentes, como a opção de venda de ações. A opção de venda é o direito protestativo conferido ao seu detentor de vender as ações para outro acionista.

Analisando os dois institutos, a diferença mas premente é que o resgate das ações é feito pela empresa, que adquire as ações com redução ou não do capital social da companhia, ao passo que na opção de venda a aquisição geralmente é feita por um acionista. Todavia, nada impede que seja acordado que a compra se dará pela própria empresa investida.

Assim, em conclusão, consideramos que a cláusula prevendo ações resgatáveis não é exclusiva dos acordos em PE, pois estão previstas na lei da sociedade anônima, e podem ser utilizadas em diversas situações, não dependendo da existência de investimentos em PE para sua existência. As ações resgatáveis tem função de complementação dos mecanismos de saída dos fundos de investimento, que podem se utilizar ainda de outros institutos disponíveis para atingir tal finalidade, como a cláusula prevendo a opção de venda das ações para outros acionistas da companhia investida.

#### **4.4. Imutabilidade das cláusulas de proteção ao investidor**

Os investimentos em PE tem como característica o aporte de recursos na empresa alvo e, conjuntamente, o suporte à administração da companhia, o que teoricamente irá agregar valor à empresa e potencializar o retorno do investimento no momento de saída.

Quando da elaboração dos acordos de acionistas entre a organizações gestora e o empreendedor é natural que os fundos de PE garantam firmemente seus direitos (participação na administração da empresa investida, formas de saída, etc.) visando sempre alcançar as margens de retorno esperada pelos investidores.

Para tanto, a negociação do contrato é fundamental no processo de investimento, pois de nada adiantaria dispor de cláusulas especiais de proteção ao investimento se a negociação dessas ferramentas acontecesse de maneira descuidada.

No momento da negociação as cláusulas de proteção ao investimento são consideradas pelas organizações gestoras quase que impossíveis de serem flexibilizadas.

Note-se que nos referimos aqui à imutabilidade no momento de negociação do acordo de acionistas pelas fundos, e não da alteração das cláusulas já postas no contrato em execução.

É interessante notar que as organizações gestoras tem posicionamento pouco flexível no momento de negociação das cláusulas de proteção.

Em pesquisa realizada com organizações gestoras de *private equity* e *venture capital* no ano de 2008<sup>90</sup>, foi constatado que, dentre os 36 gestores que responderam ao questionário, 72% acreditava que as cláusulas de proteção ao investidor são consideradas “cláusulas pétreas”, não passíveis de negociação.

Na maioria dos casos (67%) as organizações gestoras adaptam os novos casos de investimentos aos padrões estabelecidos pela organização, existindo pouca margem de flexibilização de seus padrões operacionais.

A flexibilização desses padrões pode ocorrer em função da oportunidade de investimento em avaliação (41%), ou seja, boas oportunidades de investimentos podem amenizar o rigor dos gestores. Ainda assim, 90% dos gestores admitiram ter apenas um grau médio de flexibilidade nos casos de uma boa oportunidade de investimento.

Toda a questão sobre a rigidez na negociação contratual está ainda relacionada com a aquisição do controle da empresa investida no momento do investimento. Caso o fundo adquira o controle, a dependência das provisões contratuais é evidentemente menor. De outra forma, quando não tem o controle, suas ações na empresa são

---

<sup>90</sup> Santos, Luiz Alfredo Francisco. *Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos Interesses entre Fundos Investidores de PE&VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro* / Luiz Alfredo Francisco Santos – 2008. Orientador: Prof. Dr. Claudio Vilar Furtado, Dissertação (mestrado): Escola de Administração de Empresas de São Paulo, pág 95.

limitadas, tornando assim o fundo mais dependente dos direitos conferidos no contratos, o que exige uma negociação contratual ainda mais cuidadosa.

A questão que se coloca é porque os fundos de *private equity* tem esse comportamento no momento da negociação dos contratos.

A resposta está na ideia trazida no começo do capítulo acerca da lógica do investimento em PE, ou seja, nada mais que proteção dos interesses dos investidores e, reflexamente, do próprio gestor dos fundos, que tem remuneração geralmente vinculada ao desempenho.

Percebe-se que os fundos são agentes de financiamento que de certa maneira se aproximam dos demais instituições financeiros do mercado. A diferença é que os fundos de PE, além do aporte de recursos, fornecem o apoio técnico administrativo aos empreendedores o que pretensamente vai agregar valor ao negócio e propiciar maior retorno ao investimento.

Vale mencionar que o investimento em PE tem riscos inerentes a qualquer outra forma de investimento, conforme alguns casos de operações mal sucedidas citadas neste trabalho. Desta forma nos parece compreensível que os fundos usem de mecanismos de proteção ao longo de todo o processo, ou seja, desde a escolha da empresa investida, ao longo da negociação do contrato, na própria execução do investimento, até no momento da retirada do capital com a saída do investimento.

#### **4.5. Mecanismo anti-diluição.**

Ao realizar o investimento na empresa escolhida, os fundos de PE pretendem manter inalterada sua participação no capital da sociedade até a fase do desinvestimento.

Opera-se a diluição sempre que a companhia lança novas ações com preço de emissão inferior ao valor patrimonial das já existentes.<sup>91</sup>

A diluição geralmente ocorre quando há a emissão de novas ações na companhia com preços inferiores àquele pago pelo acionistas por suas ações originais. O efeito disso é que há uma diminuição da participação do acionista no capital da empresa.

Assim, os mecanismos de antidiluição servem como forma de proteção aos acionistas.

Tais mecanismos, podem ser compostos por uma fórmula de compensação do valor eventualmente perdido com o recebimento de novas ações emitidas pela companhia sem custo para o acionista, equalizando sua participação novamente no patamar anterior a emissão das novas ações.

Além do recebimento direto das novas ações, outros mecanismos podem também ser previstos dentro da cláusula antidiluição, todos como o mesmo objetivo de manter a participação do acionistas, tais como a taxa de conversão de ações preferenciais em ordinárias em caso de diluição, emissão de ações a um dado valor nominal, e até mesmo a emissão de bônus ou opções que são disparados na hipótese de ocorrência de uma diluição.

Embora exista previsão na Lei da S.A. acerca da vedação de diluição injustificada dos acionistas (artigo 170, parágrafos 1º e 7º, lei nº 6.404/76)<sup>92</sup>, essa não é

---

<sup>91</sup> Coelho, Fabio Ulhôa, Curso de Direito Comercial, volume 2 : direito de empresa / 16a. ed. – São Paulo : Saraiva, 2012, pag. 117.

<sup>92</sup> Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

II - o valor do patrimônio líquido da ação; [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do Mercado

(...)

§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

suficientemente eficaz para proteger os acionistas prejudicados, pois deverão enfrentar o moroso e, por vezes, imprevisível processo judicial para proteger seus direitos sociais.<sup>93</sup>. Dessa forma, a previsão da cláusula antidiluição nos acordos de acionistas se mostra necessária, eficaz e menos dispendiosa para todos os envolvidos.

Dados do 2º Censo brasileiro sobre a indústria de PE mostra que 59% das empresas pesquisadas pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial possuíam cláusulas antidiluição em seus acordos de acionistas. A mais frequente, e que pode ser citada como exemplo desse tipo de cláusula, é o direito atribuído ao acionista de participar *pro-rata* nas futuras rodadas de capitalização da empresa.

Para o escopo do Trabalho é importante registrar que os dados mostram que em torno de 40% das empresas registradas pelo Censo não possuíam tal cláusula, o que nos leva a concluir que, embora relevantes para proteção dos investidores de PE, a cláusula antidiluição é do tipo não essencial para os acordos de acionistas em PE.

Além disso, a questão da antidiluição é matéria de preocupação abrangente no direito societário. A cláusula antidiluição é comum nos acordos de acionistas em geral, no sentido de que podem estar presentes em qualquer acordo, e não somente nos acordos envolvendo um investimento de PE.

#### **4.6. Mecanismos de saída (retirada ou desinvestimento).**

Como já mencionado no capítulo que trata das características gerais do investimento em PE, o desinvestimento é parte fundamental do ciclo do investimento, pois é nele em que ocorre a realização monetária do investimento, de preferência, com o máximo retorno para o investidor.

---

<sup>93</sup> O Superior Tribunal de Justiça já decidiu que a previsão do artigo 170 da Lei 6.404/76 não é cogente, e que a não observância dos critérios ali estabelecidos não geram a nulidade do ato deliberativo (assembleia), mas tão somente a responsabilidade civil dos controladores, vide RESP 1190755/RJ, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Julgado 21/06/2011.

O desinvestimento, também conhecido como “saída”, é tão importante no ciclo do investimento que vai influenciar todas as etapas anteriores do PE.

O mercado é também fator determinante para o desinvestimento, pois caso não exista boas oportunidades para uma saída por intermédio de oferta primária de ações, será preciso ter previsão de outras formas de desinvestir o capital da empresa. Ainda, pode ocorrer que embora o mercado em geral esteja aquecido e propício ao lançamento de novas ações, o mercado específico de atuação da empresa esteja desvalorizado por fatores externos, ou mesmo que aquela determinada empresa investida esteja desvalorizada, por qualquer outro motivo, no momento do desinvestimento, frustrando assim o IPO.

Apenas para citar um exemplo, empresas em mercados em fase de desenvolvimento, como empresas de tecnologia e internet, têm mais campo para crescimento e atraem mais investidores, podendo assim alcançar melhores resultados no IPO. Nesse caso, a oportunidade de abertura do capital é influenciada pelo mercado no qual a empresa está inserida.

O desinvestimento pode ocorrer com a Venda Estratégica, Venda Secundária, Recompra de ações, pela Oferta Pública Inicial de Ações<sup>94</sup> ou, com a Venda de Ativos da empresa investida.

Os gestores estão em constante monitoramento da empresa e das condições de mercado para vislumbrar a melhor oportunidade de saída, pois sua remuneração está diretamente relacionada ao desinvestimento.

Com esse panorama, já podemos notar que todos esses fatores terão influência no acordo de acionistas firmado com a empresa investida.

Em primeiro, será preciso construir cláusulas de saída no acordo que permitam a retirada do capital investido por mais de uma forma (por exemplo, fusão e aquisição,

---

<sup>94</sup> em inglês: IPO - Initial Public Offering.



ou IPO), não sendo interessante ao investidor a construção de uma cláusula estrita com apenas uma forma de desinvestimento.

Em seguida, é preciso deixar claro no acordo que o momento de saída também será flexível, sem penalidade se isso ocorrer antes do momento previsto. Isso permite ao Gestor a retirada do capital caso perceba uma boa oportunidade de saída que atenda aos patamares de retorno esperado pelo investidores.

Vale lembrar que a taxa de retorno esperada está inserida na relação jurídica entre o Gestor e o Investidor, de modos que é prescindível estar expressa no acordo de acionistas firmado com a empresa investida, cuja relação jurídica é estabelecida apenas com o veículo de investimento (Fundo) o qual detém as ações da empresa.

Assim, podemos sintetizar que serão flexíveis no acordo de acionistas em PE o **momento** de saída, como também a **forma** de desinvestimento a ser utilizada pelo Gestor.

É certo que em acordo de acionistas comuns pode haver a previsão de retirada dos sócios da empresa em determinadas situações, todavia elas não são essenciais como no caso do PE, de forma que não há obrigação de inserir cláusulas de saída nos acordos comuns.

Já nos acordos de PE essas cláusulas mostram-se fundamentais. O fundo tem **prazo certo** de existência<sup>95</sup>, e deverá ser liquidado mais cedo ou mais tarde. Isso torna a cláusula de desinvestimento no acordo praticamente essencial.

Por todo o exposto até aqui, concluí-se que o acordo de acionistas em PE deve prever cláusula de desinvestimento, bem como hipóteses de investimento flexíveis, que possam se adequar ao momento ideal de saída do investimento, que afinal é o objetivo do investidor.

---

<sup>95</sup> Art. 6º, inciso XIV, instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003

Certamente a cláusula de saída do investidor no PE é uma que podemos destacar como peculiar em seus acordos de acionistas por ter características únicas e essenciais ao investimento, distanciando-se assim dos acordos de acionistas em geral.

#### **4.6.1. *Tag along e drag along;***

As cláusulas de *Tag Along* e *Drag Along* são cláusulas frequentemente encontradas nos acordos de acionistas em geral. São consideradas atípicas, pois não previstas no artigo 118 da Lei da S.A.

A cláusula de *Tag Along* é aquela que dá ao titular o direito de alienar as ações juntamente com as ações do outro signatário do acordo, promovendo assim uma saída conjunta dos acionistas da empresa.

Para ilustrar, segue um exemplo de cláusula de *Tag Along*: “...alternativamente ao exercício do direito de preferência previsto no contrato, a Ofertada terá o direito (mas não a obrigação) de determinar que sejam incluídas na Alienação ao terceiro interessado suas Ações, hipótese em que aplicar-se-á o procedimento estabelecido na Cláusula ...do contrato”<sup>96</sup>

As empresas investidas pelos fundos de PE são empresas de capital fechado, de modo que não vamos nos ater às previsões de **percentual do preço** de vendas das ações (80%) descritas no artigo 254 da Lei das S.A., cujo objeto está circunscrito à sociedade de capital aberto.

Já a cláusula de *Drag Along* concede ao titular o direito de exigir que outro signatário aliene suas ações conjuntamente, caso o titular do direito receba proposta de alienação das suas ações. É conhecida como cláusula de arrasto.

---

<sup>96</sup> Cláusula retirada do acordo de acionista da empresa Cia. Aracruz, aula nº 2, 03/05/2012, slide 20, LLM – Direito Societário do Insper, professor Marcel Gomes Bragança Retto.

Nos acordos de *Private Equity* estas cláusulas podem ser utilizados das mesma forma, porém com outros objetivos.

É que o *Drag Along* pode ser encarado como **fator de desinvestimento** nos acordos envolvendo fundos de PE. Imagine que o gestor receba proposta de venda de toda a empresa. Analisando o momento e a taxa de retorno contratada com os investidores, o gestor conclua que aquela é uma boa oportunidade de saída. Todavia os empreendedores acionistas da empresa investida não aceitam vender sua parte na empresa, impossibilitando assim a venda integral da empresa. Caso não se chegue a um acordo, o gestor pode perder uma boa oportunidade de desinvestimento com taxas de retorno interessante para todos.

Nesse caso, a cláusula de *Drag Along*, pela sua função de “arrasto”, funciona como uma medida protetiva ao investidor para ele não perder oportunidades de desinvestimento.

A cláusula de *Drag Along* funciona ainda como forma de evitar conflitos entre Gestor e a empresa investida, pois a solução da matéria (divergência sobre a venda de toda a empresa) já estará regulada no acordo, propiciando rápida solução da desavença com economia de tempo e dinheiro aos envolvidos.

Citamos um exemplo de cláusula de arraste em um acordo de acionista envolvendo fundos de PE:

“Transcorridos X anos a contar desta data, caso (i) não tenha sido realizada Oferta Pública de Ações da Companhia, por meio da qual as ações de emissão da Companhia passem a ser admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e (ii) os Acionistas titulares de Ações representativas de participação, direta ou indiretamente, superior a 50% (cinquenta por cento) do capital social da Companhia (“Acionistas Ofertantes de Participação Relevante”) identificarem terceiro(s) interessado(s) em adquirir as Ações por um preço por ação que corresponda a uma avaliação econômico-financeira da Companhia superior ao valor da Avaliação Definitiva da Companhia corrigida pela variação do Certificado de Depósito Interbancário – Extra grupo – CDI desde \_\_\_\_, tais Acionistas Ofertantes de

Participação Relevante terão o direito de exigir que as demais Partes deste Acordo ("Acionistas Ofertados") alienem, juntamente com os Acionistas Ofertantes de Participação Relevante, Ações de sua titularidade em quantidade correspondente à razão entre (x) número de Ações a serem vendidas pelos Acionistas Ofertantes de Participação Relevante, e (y) número total de Ações detidas por tais Acionistas Ofertantes de Participação Relevante, observado o disposto nesta Seção X ("Direito de Drag Along")."<sup>97</sup>

Note-se na cláusula que a preferência de saída mais rentável imaginada pelo investidores seria o IPO, todavia, não existindo condições favoráveis para tanto, e surgindo outra oportunidade de desinvestimento interessante, como a venda para um terceiro estratégico, a cláusula do *Drag Along* garantiria esse desinvestimento. Confirma-se também a flexibilidade dos mecanismos de saída previsto nos acordos de acionistas (IPO ou venda estratégica) conforme já mencionado no item anterior.

Importante lembrar que a cláusula de *Drag Along* nos acordo de acionistas de PE tem mão de **via única**, ou seja, só obrigará o empreendedor que recebe o investimento, ou seja, o investidor geralmente não a aceita para si. Desta forma, se é o empreendedor que recebe a proposta de venda de toda a empresa, ele não poderá obrigar o gestor a vender a sua parte na sociedade.

A explicação é que para o investidor o empreendedor é a própria empresa, ele tem que estar lá, ele é o quem detém o conhecimento do negócio e os meandros do mercado, não faz sentido ao investidor permanecer na empresa caso o empreendedor saia do negócio. Além disso, todo trabalho de análise antes de investir na empresa levou em consideração aquele determinado empreendedor.

Ao realizar o investimento foram avaliados a taxa de retorno e o tempo para o desinvestimento. Se a saída do Gestor fosse determinada pelo acionista fundador isso poderia inutilizar toda a estratégia do investimento.

---

<sup>97</sup> Acordo de Acionista datado de 2007, extraído do sítio: <http://www.brmalls.com.br/services/DocumentManagement/FileDownload.EZTSvc.asp?DocumentID=%7B52A1B59A-180E-4DB0-87FB-0484C99FDC9D%7D&ServiceInstUID=%7B90EBD56A-D98B-42CB-84F1-5D7EFF79C151%7D>, acessado em 26/04/2013.

Outro cuidado é a questão do valor de **avaliação** da empresa para a venda. Note-se que os critérios devem ser claros e pré-estabelecidos, evitando-se assim oneração excessiva ou mesmo a mitigação de ganhos para o empreendedores no processo de venda.

Pelo exposto concluí-se que as cláusulas de *Tag Along* e *Drag Along* são cláusulas que podem estar previstas tanto em acordos comuns como nos acordos de acionistas envolvendo investimentos em PE.

Todavia, é inegável que tais cláusulas recebem tratamento especial nos acordos de acionistas envolvendo fundos de PE, principalmente com relação ao desinvestimento, ganhando assim contornos especiais de adequação.

#### **4.7. Execução do acordo - conflitos entre o Gestor e a empresa investida**

Como acontece com qualquer outro contrato, o acordo de acionistas é elaborado para ser cumprido pelas partes, e essa é logicamente a intenção de todos os envolvidos.

O acordo de acionistas em PE envolve questões sensíveis com impacto nos direitos econômicos e políticos dos acionistas, tais como participação nos resultados da empresa (fluxo de caixa, preferência no retorno do capital), restrição a disposição de suas ações, venda conjunta, direito de veto sobre determinadas matérias, dentre outras.

Logo, pela natureza dessas questões, pode acontecer de surgirem conflitos ao longo da execução do contrato cuja solução extrema poderá levar a saída prematura de uma das partes envolvidas (investidor ou empreendedor), o que pode não ser interessante para o desempenho da empresa, tampouco para o retorno do investimento.

Geralmente a solução de conflitos nos acordos de acionistas comuns é a submissão da questão à arbitragem como forma de evitar o poder judiciário.

No mais das vezes a cláusula arbitral prevê ainda procedimentos prévios de tentativa de solução dos impasses evitando ao máximo a submissão da causa à câmara arbitral.

Nos acordos de PE não se vislumbra mecanismo especiais ou extraordinariamente diferentes dos mencionados acima.

Alguns instituições internacionais, como a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)<sup>98</sup> procuram dar sugestões para evitar os conflitos de interesse nos investimentos de *private equity*, tais como uma clara divulgação de informações, cuidados com as regras de incentivo visando o alinhamento de interesses e cuidados na elaboração de contratos envolvendo as partes.

Todavia, essas sugestões são para mitigar os conflitos (medidas prévias) e não solucioná-los (após instaurada a crise). Além disso as sugestões do IOSCO tem claro direcionamento para a relação entre investidores e gestores, e não diretamente sobre o conflito com os empreendedores nas empresas investidas.

Um ponto que certamente podemos elencar como especial nos acordos de acionistas em PE, envolvendo um fundo FIP, e desde que se trate de companhia fechada, é a previsão na instrução nº 391 da CVM, artigo 2º, parágrafo 4º, inciso IV, acerca da **obrigatoriedade de adesão à câmara de arbitragem**.

A constitucionalidade da Lei nº 9.307 (Lei da Arbitragem), de 1996, foi analisada pelo Supremo Tribunal Federal (STF) no agravo regimental na sentença estrangeira nº 5.206 (relator ministro Sepúlveda Pertence, DJ 30/4/2004), no qual, por cinco votos a quatro, prevaleceu a posição defendida pelo ministro Nelson Jobim, que entendia constitucional a cláusula compromissória arbitral, posto que a própria lei, prestigiando o princípio da autonomia privada, permitiu que os contratantes livremente renunciassem à jurisdição estatal.

---

<sup>98</sup> International Organization of Securities Commissions, em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS171.pdf>, acessado em 29/04/2013.

Nos acordos comuns a cláusula arbitral, embora regularmente presente, surge como uma opção ao judiciário para solução de conflitos, e não como uma determinação normativa.

Nos acordos comuns, está presente ainda uma algumas poucas e delimitas exceções que autorizam a submissão do conflito ao poder Judiciário, como as questões urgentes preparatórias e a execuções de títulos de obrigações certas, líquidas e exigíveis.

Sobre as questões preparatórias urgentes, segue cláusula ilustrativa <sup>99</sup>:

24.2. Foro. Antes da instalação do Tribunal Arbitral, qualquer das partes poderá requerer ao Poder Judiciário medidas cautelares ou antecipações de tutela, sendo certo que o eventual requerimento de medida cautelar ou antecipação de tutela ao Poder Judiciário não afetará a existência, validade e eficácia da convenção de arbitragem, nem representará uma dispensa com relação à necessidade de submissão de qualquer conflito, questão, dúvida, divergência ou controvérsia à arbitragem. Após a instalação do Tribunal Arbitral, os requerimentos de medida cautelar ou antecipação de tutela deverão ser dirigidos ao Tribunal Arbitral, que poderá valer-se do disposto no art. 22, § 4º, da Lei nº 9.307/96.

Note-se que tais exceções tem limitação temporal, ou seja, devem ocorrer antes da instalação do Tribunal Arbitral.

Após a instalação do Tribunal Arbitral tais questões sairiam da esfera de decisão das partes (quanto a submissão ao Poder Judiciário) e passariam para os árbitros a decisão de submete-las ao Poder Judiciário, em virtude do artigo 22, parágrafo 4º da Lei nº 9.307/96.

Analisando a previsão da instrução CVM nº 391, acerca da obrigatoriedade de submissão dos conflitos societários à câmara arbitral para as empresas fechadas, surge dúvida acerca da possibilidade de existir tais exceções (medida preparatória e as execuções específicas) nos acordos de acionistas PE.

---

<sup>99</sup> Retirado do acordo de acionistas de K. A. assinado em 24 de Junho de 2009.

Consideramos que as exceções são possíveis nos acordos envolvendo PE. A instrução determina a adesão à Câmara Arbitral. O fato das partes se valerem de medidas urgentes junto ao poder judiciário não quer dizer que estão rompendo com o acordo de submeter o conflito à arbitragem, afinal, as medidas são preparatórias, e não satisfativas.

Um outro argumento, que serve ao caso da execução dos títulos certos líquidos e exigíveis, seria a competência da Câmara arbitral. Parece certo que os processos arbitrais estão afetos a fase de conhecimento do processo, e não a de satisfação concreta, pois falta ao árbitro competência legal para entrar no patrimônio dos jurisdicionados, retirar-lhe um bem, e entregar a outro.

Assim, se é possível pela autonomia privada renunciar a todas a jurisdição, é bem possível que escolhessem manter alguns pontos a serem submetidos à jurisdição do Estado antes da instalação do procedimento arbitral.

Se feita dentro dos parâmetros mencionados acima (medidas preparatórias e executivas substitutivas), de forma alguma tal escolha poderia ser encarada como violação a instrução CVM 391/03.

Em conclusão deste item, podemos dizer que a cláusula prevendo a solução de conflito pela arbitragem é considerada especial, haja vista a previsão da instrução CVM 391/03. Todavia, essa cláusula terá os mesmos contornos de uma cláusula de solução de conflito de um acordo de acionista comum, podendo prever as mesmas exceções quanto a submissão de algumas hipóteses ao Poder Judiciário antes da instalação da Câmara Arbitral.



## 5. Conclusão.

Em primeiro foram analisadas as principais características dos investimentos em *private equity*. Após, analisou-se os principais conceitos dos acordos de acionistas em geral.

Passada essa base introdutória, passou-se a analisar a interseção entre os dois pontos iniciais, ou seja, os acordos de acionistas nos investimentos denominados *private equity*.

Verificou-se que a revisão bibliográfica não seria muito profícua a partir desse ponto do trabalho, pois não registrou-se estudos específicos que muito auxiliassem as conclusões do autor, especificamente sobre a mencionada interseção entre os investimentos em PE e os acordos de acionistas.

Desta forma foi necessário realizar a análise e tirar as conclusões que refletem a opinião do autor sobre os temas eleitos à reflexão que, longe pretensão dos tolos de serem absolutamente únicas e verdadeiras, têm como objetivo apenas levantar a reflexão sobre um novo tema do direito societário.

Retomando ao trabalho em si, a questão inicialmente proposta foi sobre a existência de cláusulas especiais nos acordos de acionistas envolvendo investimento em *private equity*, principalmente quando uma das partes é um Fundo de Investimento em Participações (FIP).

Para viabilizar a análise foi necessário delimitar o que seria considerado como cláusula especial, o que ficou definido de forma abrangente da seguinte forma: cláusulas que definitivamente não aparecem nos outros acordos de acionistas; cláusulas que são comuns a outros acordos mas tem abordagem diferente tratando-se de PE; cláusulas cujas matérias são indiretamente obrigatórias nos acordos de PE por força de algum dispositivo normativo (não necessariamente lei formal, no

sentido de norma emanada do Poder Legislativo), e cláusulas que são essenciais por alguma especificidade relacionada ao investimento de PE de forma geral.

Com base nas características dos investimentos em *private equity*, elegemos algumas hipóteses que poderiam exigir cláusulas especiais nos acordos de acionistas firmados pelo FIP e pela empresa investida, os quais estão sintetizados nos tópicos seguintes:

- Participação obrigatória na Administração;
  - Ações com Direito a Veto;
  - Questões de Governança Corporativa;
  - Preferência na Liquidação;
  - Direito de Primeira Oferta *versus* Direito de Preferência;
  - Debêntures Conversíveis;
  - Ações Resgatáveis;
  - Imutabilidade das cláusulas de proteção ao investidor;
  - Mecanismo anti-diluição.
- Mecanismos de Saída (retirada ou desinvestimento)
  - *Tag Along e Drag Along*;
  - Execução do Acordo – solução de conflitos.

Feito isso, após reflexão sobre o tema, passou-se analisar cada situação para confirmar se tais cláusulas seriam consideradas ou não especiais.

Como conclusão, podemos afirmar que os acordos de acionistas em *private equity* possuem algumas cláusulas especiais, como exposto a seguir:

Participação obrigatória na Administração: Considerada cláusula especial em virtude da previsão na instrução CVM 391/03, bem com na própria característica do investimento em PE que além de fornecer recursos à empresa investida colabora com a participação efetiva na gestão da empresa. Essa participação é viabilizada pela eleição do conselho de administração e diretores, e se mostra fundamental para

o constante monitoramento da empresa revisando o plano de negócios inicial e decidindo o melhor momento de desinvestimento;

**Ações com Direito a Veto:** embora possa ser encontrada em acordos comuns, tal cláusula foi considerada especial pela importância que lhe é atribuída, chegando ao ponto de barrar o investimento na empresa-alvo caso o fundo não receba os poderes de veto sobre matérias como fusões e aquisições, grau de endividamento e orçamento de investimentos.

**Questões de Governança Corporativa:** Considerada cláusula especial pela obrigatoriedade de tais práticas pela instrução CVM 391/03, bem como pelo alto nível de governança trazido pela norma para empresas fechadas, que pode ser comparado com os níveis mais complexos de governança da Bovespa, como o Novo Mercado.

**Preferência na Liquidação:** A previsão de preferência de recebimento do capital investido (simples ou por múltiplos) em caso de liquidação, é cláusula especial no acordos envolvendo fundos de PE, uma vez que tais cláusulas só se justificam em virtude do risco que envolvem o investimento, e ainda, quando tais direitos não puderem ser garantidos por outros meios, como o recebimento de ações preferenciais.

**Direito de Primeira Oferta versus Direito de Preferência:** Embora não sejam exclusivas do acordo de acionistas em PE, encontra-se algumas especificidades em se tratando desses investimentos, como a previsão de renúncia ao direito de subscrição de novas ações, mesmo nas empresas fechadas; a utilização de tais cláusulas como garantia do investimento pelo controle das transferências; como forma de assegurar a estratégia de desinvestimento; e como incentivo para a permanência do empreendedor na empresa durante o ciclo de maturação.

**Debêntures Conversíveis:** não necessariamente precisa estar prevista no acordo de acionista de PE, além disso pode ser utilizada por outros investimentos. Todavia, embora não seja considerada cláusula especial, pode funcionar como opção de investimento, funcionando como alternativa a trivial participação inicial do fundo no

capital da empresa, servir como forma de controlar o nível de participação na empresa, ou ainda na estratégia para aquisição do controle da empresa investida.

**Ações Resgatáveis:** Em regra, não foram consideradas cláusulas especiais dos acordos envolvendo investimentos em PE. Entretanto, não se nega sua função de complementar os mecanismos de saída dos fundos de investimento neste tipo de investimento.

**Imutabilidade das cláusulas de proteção ao investidor:** não obstante a importância da matéria, concluiu-se que o ponto está relacionado mais com a pouca flexibilidade das organizações gestoras na negociação dos acordos do que propriamente com uma cláusula específica prevista em contrato.

**Mecanismo anti-diluição:** Considerada cláusula não especial e não essencial nos acordos de PE, por ter uso idêntico aos acordos de acionistas comuns.

**Mecanismos de Saída (retirada ou desinvestimento):** Considerada especial e fundamental no acordos de PE, pois derivam da própria natureza do investimento.

**Tag Along e Drag Along:** Cláusulas com redação muito semelhante aos acordos comuns, mas considerada especial com relação ao PE por funcionar como mecanismo de desinvestimento;

**Execução do Acordo – solução de conflitos.** Cláusula considerada especial pela presença obrigatória, porém com redação idêntica a cláusula de um acordo comum.

Em suma, a razão da existência dessas cláusulas decorrem basicamente da presença do FIP como uma das partes do acordo, das exigências da instrução CVM 391/03, e da própria natureza do investimento, que requer maior monitoramento da empresa em face do capital investido, atribuindo segurança ao investidor.

Como já relatamos no início, a pretensão deste trabalho não foi encerrar o debate sobre o acordo de acionistas em *private equity*, mas tão somente servir como

embrião para futuras pesquisas e desenvolvimento dos temas aqui tratados, com objetivo de melhor conhecer o instituto e aprimorar a relação das partes envolvidas.

## REFERÊNCIAS

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro.** / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.** / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas.** São Paulo: RT, 2006.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia.; HENRIQUES, Marcus de Freitas, **Mercado de capitais – regime jurídico.** 3a. ed. Revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

Emerging Markets Private Equity Association, **EMPEA Industry Statistics Fundraising & Investment Analytics – Thru Q3 2012**, publicado em 05 de Novembro de 2012. Disponível em <http://www.empea.org>, acessado em 01.02.2013.

COELHO, Fabio Ulhôa, **Curso de Direito Comercial**, volume 2 : direito de empresa / 16a. ed. – São Paulo : Saraiva, 2012.

FREIRE, Jose Luis de Salles, e Utumi, Ana Cláudia, **O investidor estrangeiro e a tributação dos FIPs**, Revista Capital Aberto, Ano 9, número 100, Dezembro de 2011, disponível em [http://www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&sec=56&i=4454](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=56&i=4454), acessado em 02/05/2013.

FURTADO, Claudio V. **Financial Institutions in Brazil – Positioning for a New Scenario** . São Paulo, 2010. © Copyright Delloitte e Claudio V. Furtado, in A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

ISAACSON, Walter. **Steve Jobs: a biografia.** Tradução: Berilo Vargas, Denise Bottman, Pedro Maia Soares – São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

KALANSKY, Daniel, **Incorporações de ações: estudo de casos e precedentes** – São Paulo : Saraiva, 2012.

LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio, *Lei das Sociedades por Ações Anotada / Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto / - 4. ed. Rev., atual e ampla. – São Paulo: Saraiva 2012.*

LERNER, Joshua. **Venture Capital and Private Equity: A Casebook.** New York, in *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.* / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

LEBRUN, Kenneth J., **Penn Law**, “University of Pennsylvania Law School” – [http://www.law.upenn.edu/journals/jil/arcles/volume23/issuez/lebrun23u.pa.int%27lecon.l.213\(2002\)-PDF#SEARCH=%22tag%22](http://www.law.upenn.edu/journals/jil/arcles/volume23/issuez/lebrun23u.pa.int%27lecon.l.213(2002)-PDF#SEARCH=%22tag%22)) in, LOBO, Jorge, **Tag Along: Uma Análise à Luz da Escola do Realismo Científico**, Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, p. 240-260, jul.-set.2011. Disponível em [http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj\\_online/edicoes/revista55/Revista55\\_240.pdf](http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista55/Revista55_240.pdf), acessado em 31/05/2013.

NUNES, Marcelo Guedes, **Princípio do reconhecimento dos usos e costumes comerciais**, GEP – Grupo de Estudos Preparatórios do Congresso de Direito Comercial – Princípios do Direito Comercial, São Paulo, 2011, disponível em <http://www.congressodireitocomercial.org.br/2011/images/stories/pdfs/gep2.pdf>, acessado em 01/05/2013.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. **Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas.** Revista de Direito Bancário 48:112-153.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos Interesses entre Fundos Investidores de PE&VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro** / Luiz Alfredo Francisco, Santos – 2008, Orientador: Prof. Dr. Claudio Vilar Furtado, Dissertação (mestrado): Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

SILVA, Thiago Mascarenhas, de Souza, **O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity listadas na bolsa**, tese de mestrado apresentada na FGV sob orientação da professora Dra. Erica Cristina Rocha, Gorga, 2010, pag. 131.

PWC, **Mergers and acquisitions in Brazil – September 2012**, disponível em [http://download.brazilprivateequity.com.br/PPT\\_Webcast\\_28NOV2012\\_FINAL.pdf](http://download.brazilprivateequity.com.br/PPT_Webcast_28NOV2012_FINAL.pdf), acessado em 04 de fevereiro de 2012.

Valor Econômico, **Royalties do dono desagradam mercado**, Valor Econômico 05/05/2006, disponível em <http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=287079>, acessado em 01/05/2013.

WRIGHT, Mike; BRUINING, Hans (Ed.). **Private equity and management buy-outs.** Cheltenham: Edward Elgar, 2008. 403.

Aula nº 10 , ministrada em Dezembro/2012, no LLM – Direito Societário do Insper, professor Daniel Kalansky.

Aula nº 2 , ministrada em 03/05/2012, no LLM – Direito Societário do Insper, professor Marcel Gomes Bragança Retto.

Aula 2 de Governança Corporativa, ministrada pelo professor André Antunes Soares de Camargo no dia 04/05/2012, curso LLM – Direito Societário – Insper, 2012.

[www.anjosdobrasil.net](http://www.anjosdobrasil.net).

[www.cietec.org.br/](http://www.cietec.org.br/)

[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

[www.stj.jus.br](http://www.stj.jus.br)

[www.fea.usp.br/noticias](http://www.fea.usp.br/noticias)

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>

<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS171.pdf>, acessado em 29/04/2013.

<http://lavca.org/research-and-tools-2/models-and-guides/>, acessado em 01/05/2013.

Instrução CVM No 391, de 16 de julho de 2003.

Instrução CVM, Nº 209 de 25 de março de 1994.

Instrução Normativa n. 1.022/2010 da Receita Federal do Brasil

Instrução 1037/2010 da Receita Federal do Brasil

Decreto n. 7.412 de 30 de dezembro de 2010

Instrução 2.689/2000 Conselho Monetário Nacional

Lei 6.404 de 15 de dezembro 1976

Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002