

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO

Nicholas Matte

**INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO DE
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Porto Alegre

2010

Nicholas Franzen Matte

**INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO
DE
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

Porto Alegre

2010

Nicholas Franzen Matte

**INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO DE PRIVATE
EQUITY E VENTURE CAPITAL**

**Trabalho de conclusão de curso de
graduação apresentado ao Departamento
de Ciências Administrativas da
Universidade Federal do Rio Grande do
Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em
Administração.**

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. -

Prof. -

Prof. -

Orientador – Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy - UFRGS

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha família, que sempre me apoiou, incondicionalmente, em toda minha trajetória estudantil, e principalmente nessa fase final de graduação.

Ao professor Jairo Laser Procianoy, que me ensinou a importância da pesquisa acadêmica.

Aos meus amigos que foram solidários durante a realização do trabalho e me incentivaram para conclusão do mesmo.

Às organizações gestoras que responderam ao questionário, pois sem elas a pesquisa não teria significado algum.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é entender como os gestores brasileiros de fundos de Private Equity e Venture Capital utilizam os instrumentos de investimento, buscando alinhar os seus objetivos de investimento junto aos empreendedores. A pesquisa foi realizada através de um questionário aplicado às gestoras de recursos, das quais, vinte e uma responderam o instrumento. A amostra obtida é composta por 94 operações, sendo que as ações ordinárias foram utilizadas em 76% dos casos, ações preferenciais e debêntures em 11%. Nessa amostra apenas 16% desses instrumentos eram conversíveis em ações ordinárias, em sua maioria debêntures. Esse resultado é bastante diferente do encontrado em pesquisas semelhantes no mercado dos Estados Unidos, o que sugere que o mercado brasileiro não se encontra no mesmo patamar de maturidade do norte-americano. Portanto, é possível sugerir que existe a possibilidade de uma utilização mais eficiente dos instrumentos, visto que a teoria financeira existente aponta que instrumentos conversíveis apresentam vantagens em relação à simples utilização de ações ordinárias, sendo estes instrumentos, os mais utilizados nos Estados Unidos.

Palavras-chave: Private Equity. Venture Capital. Instrumentos conversíveis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Investimento em PE/VC no Brasil de 2001 a 2010

Tabela 2 – Fusões e aquisições no Brasil de 2006 a 2010

Tabela 3 – Utilização de instrumentos de investimento em operações de PE/VC nos EUA em 2000

Tabela 4 – Instrumentos de investimento no Brasil - 2008

Tabela 5 – Instrumentos de investimento nas operações de PE/VC de janeiro de 2008 a novembro de 2010 no Brasil

Tabela 6 – Razões para a não utilização de instrumentos de investimento conversíveis no Brasil

Tabela 7 – Razões para a utilização de instrumentos de investimento conversíveis no Brasil

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP - Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

ARD – *American Research and Development Corporation*

CEPE FGV – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação

Getulio Vargas

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA - *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EMPEA - *Emerging Markets Private Equity Association*

EUA – Estados Unidos da América

LAVCA - *Latin American Venture Capital Association*

NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

PE/VC – *Private Equity e Venture Capital*

PIB – Produto Interno Bruto

PWC - PriceWaterhouseCoopers

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
2. PROBLEMA	11
3. JUSTIFICATIVA	12
4. OBJETIVOS	13
4.1. OBJETIVO GERAL	13
4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	14
5. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	15
5.1 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	15
5.2 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO	17
5.3 MERCADO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	19
5.3.1 Ambiente de Negócios para <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	19
5.3.2 Mercado de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> em 2010	21
5.4 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO	22
5.4.1 Ações Ordinárias	22
5.4.2 Ações Preferenciais	24
5.4.3 Debêntures	26
5.4.4 Warrants	33
5.5. ACORDO DE ACIONISTAS	34
5.6 CÂMARA DE ARBITRAGEM	36
5.7. INOVAÇÃO FINANCEIRA	36
5.8 UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS CONVERSÍVEIS	37
6.METODOLOGIA	40
7.RESULTADOS	41
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
9. REFERÊNCIAS	48
ANEXOS	50

1. INTRODUÇÃO

O início do mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC), segundo Metrick e Yasuda (2010), ocorreu em 1946, quando empreendedores norte-americanos buscavam dinheiro para expandir suas atividades, mas não se enquadravam nas exigências dos bancos para obter um empréstimo. A partir dessa oportunidade, é que foi criada a *American Research and Development Corporation* (ARD), a primeira empresa com característica de provedora de capital para pequenos negócios com grande potencial.

Os autores relatam ainda que a ARD não transformou a indústria de capital de risco da noite para o dia, e somente com o reconhecimento do governo norte-americano, sobre a necessidade de capital para as pequenas empresas se desenvolverem, é que a indústria ganhou impulso. Em 1958, o governo publicou o “*Small Business Act*” que criou a “*Small Business Investment Companies*”, empresa de capital de risco, que teve como seu maior feito prover educação e treinamento para uma série de profissionais que expandiram as atividades de PE/VC ao longo das décadas seguintes (METRICK, YASUDA, 2010).

Em 1960, é que a indústria realmente começa a se aquecer de acordo com os autores. Naquele ano, foi desenvolvido o modelo de “*limited partnerships*”, em que os gestores poderiam ser remunerados com taxas de administração e de performance. Os investimentos anuais cresceram, e estavam próximos de atingir o valor de um bilhão de dólares por ano naquela época.

A grande mudança para essa modalidade de investimento realmente ocorreu em 1979, quando o governo reduziu a regulamentação desses investimentos para os fundos de pensão. A partir desse momento o fluxo de capitais para o mercado de PE/VC cresceu, chegando a três bilhões por ano em 1983. O período de 1980 até

1994 é conhecido como o período “*pré-boom*”, em que os investimento anuais variam em uma faixa de um bilhão até quatro bilhões.

De 1995 até 2000, ocorre um período de “*boom*” devido à liquidez mundial e a era das empresas de Internet. Muitos fundos estavam apresentando desempenho excelente nesse momento, o que atraiu os investidores institucionais para esse tipo de aplicação, e como consequência, alavancou ainda mais o mercado. No ano de 1999 os investimentos atingiram mais de 50 bilhões de dólares, duplicando no ano seguinte, atingindo a marca de 104 bilhões de dólares.

Quando a euforia no mercado financeiro se encerrou, com o estouro da bolha da Nasdaq no ano de 2001, teve o início do período “*pós-boom*”, em que os investimentos em PE/VC regrediram para faixa dos vinte bilhões de dólares por ano. Segundo Metrick e Yasuda (2010), o modelo norte-americano foi o precursor de toda a indústria de capital de risco e atualmente metade de toda atividade global de PE/VC é desenvolvida nos Estados Unidos.

No Brasil, o mercado de capital de risco demorou a se desenvolver e até duas décadas atrás era ainda muito incipiente. Um momento importante ocorreu em 1978 quando o governo autorizou os fundos de pensão a investir em PE/VC, e no mesmo ano reduziu o imposto sobre ganhos de capital de 49,5% para 20%. Entretanto, o cenário econômico não permitia grande fluxos de investimento para o mercado de capital de risco. Este começou a ganhar força, apenas, no período de “*boom*” do mercado norte-americano, em que a liquidez mundial era grande e os retornos obtidos a partir do modelo desenvolvido chamavam a atenção dos investidores.

O mercado brasileiro de PE/VC experimentou um crescimento enorme nos últimos anos, fruto da melhora do ambiente macroeconômico e da busca global por investimentos em países emergentes. Em 2005, eram US\$ 8 bilhões de capital comprometido para investimentos de PE/VC, em junho de 2008 já eram US\$ 26 bilhões de acordo com o Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* produzido em 2008 pelo CEPE FGV – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getulio Vargas. Apesar de parecer um número expressivo, o mercado norte-americano chegou ao valor de US\$ 200 bilhões

de capital comprometido em 2007 de acordo com Kaplan e Strömberg (2008), um número quase dez vezes maior que o mercado brasileiro.

Esses dados refletem a afirmação de Ribeiro (2005) que o sucesso alcançado pela indústria de PE/VC no fomento ao empreendedorismo e na dinamização do setor empresarial norte-americano encorajou diversos países a importar este modelo vencedor de intermediação financeira. A pesquisa de Ribeiro (2005) revela que o modelo brasileiro de PE/VC guarda similaridades e diferenças com o norte-americano, as similaridades eram esperadas visto que essa atividade é oriunda dos Estados Unidos (EUA) e que a existência de diferenças sugere que o modelo brasileiro tenha sofrido adaptações para atuar em um ambiente econômico e institucional diferente.

Figueiredo (2002) argumenta que apesar da sua complexidade, a classe de ativos de *Private Equity* continuará a crescer no Brasil por fornecer altos retornos financeiros e por representar uma alternativa de financiamento para companhias que não teriam outro acesso aos recursos. O autor complementa que *Private Equity* é uma modalidade de investimento muito laboriosa para o investidor, mas que proporciona a possibilidade de altos retornos, embora esteja sujeito a elevados riscos.

O presente trabalho está organizado em oito capítulos. No primeiro capítulo será apresentado a definição do problema; no segundo a justificativa da pesquisa. No item terceiro são definidos os objetivos gerais e específicos. O quarto capítulo é composto da revisão teórica, que engloba desde conceitos básicos do mercado de PE/VC, diferentes instrumentos de investimento até a utilização de instrumentos conversíveis, essenciais para a compreensão deste estudo. A metodologia que conduziu a realização da pesquisa é descrita no quinto capítulo. Por fim, os resultados são analisados no capítulo sexto e posteriormente são feitas as considerações finais.

2. PROBLEMA

As operações de *Private Equity* e *Venture Capital* cumprem importante papel na economia, fornecendo recursos para empresas que não têm acesso ao mercado de capitais e que não conseguem ou não querem se financiar com empréstimos bancários. Ou seja, esses fundos atuam na lacuna deixada pelo mercado de capitais e pelos bancos.

Muitas empresas grandes e conhecidas no mercado brasileiro não teriam se expandido, se não tivessem recebido aportes desse tipo de investidor, ou pelo menos não na velocidade que se desenvolveram. Empresas como GOL Linhas Aéreas, Localiza, Lupatech e Natura são exemplos que receberam investimentos de fundos de PE/VC.

Para os investidores, trata-se de uma opção de investimento que pode gerar altos retornos, mas que também apresenta alto nível de risco, além de sua liquidez ser extremamente baixa.

Em levantamento feito pela consultoria PriceWaterhouseCoopers (PwC), verificou-se o aquecimento das atividades de PE/VC no Brasil nos primeiros quatro meses do ano de 2010. De acordo com a empresa, os fundos de PE/VC estiveram presentes em 40% dos negócios realizados no país entre janeiro e abril de 2010, o que significa uma participação recorde, duas vezes e meia superior à registrada em todo o ano de 2007, quando responderam por cerca de 15% das operações.

A atuação desses fundos torna-se ainda mais relevante se considerado o aumento do número de fusões e aquisições no ano de 2010. De acordo com a PwC, um volume histórico de 236 transações foi fechado no Brasil no primeiro quadrimestre, 39% maior que o acumulado em igual período de 2009, o que representa um total de 92 negócios de fusão ou aquisição envolvendo a participação de fundos de PE/VC.

Apesar do crescimento do número de negócios de PE/VC e do capital comprometido com esse tipo de investimento, pouco se sabe sobre essas operações no país. Ademais, essas operações estão se tornando cada vez mais complexas em razão das relações existentes entre empreendedores e gestores de recursos.

Os gestores de recursos esperam rentabilizar o seu capital correndo o menor risco possível. Portanto, buscam garantias que terão o retorno esperado. Para isso, podem atuar de duas maneiras diferentes:

A primeira forma é negociando qual instrumento de investimento vão utilizar e qual a quantidade. Por exemplo, se o negócio for analisado como muito promissor, o fundo de PE/VC pode comprar ações de uma nova emissão que representem mais de 50% de capital da empresa. Dessa forma, se tornaria o sócio majoritário e com amplos direitos de gerenciamento do negócio.

A segunda opção é através de um contrato de acionistas em que o fundo de PE/VC junto com outros sócios da empresa definem obrigações entre si e perante a empresa para acertar pontos de gerenciamento e estratégia do negócio. Entretanto, os empreendedores desejam capital para desenvolvimento do seu negócio, mas não querem ver a sua participação original muito diluída e não desejam dividir o controle da empresa com outro sócio. Mas o empreendedor necessita de capital para expandir a empresa, portanto realmente precisa buscar novos recursos, e para isso precisa entregar parte dos seus direitos para um novo sócio. Para resolver essa questão, o empreendedor termina buscando uma maneira de captar recursos com o menor custo possível e de forma que a sua participação majoritária na empresa não seja afetada.

Os instrumentos de investimento utilizados no momento da operação podem contribuir para atenuar esse conflito de interesses. Diante disso, elaborou-se o seguinte problema para o presente trabalho: Como são utilizados os instrumentos de investimento no mercado brasileiro de PE/VC? Qual a frequência de utilização desses instrumentos? E quais as razões que levam os agentes a utilizar ou não determinados instrumentos?

3. JUSTIFICATIVA

O primeiro ponto que justifica o presente trabalho é a pouca quantidade de informações disponíveis sobre a indústria de PE/VC no Brasil, tanto de publicações especializadas quanto de trabalhos acadêmicos, principalmente se comparados a outros países. Apenas nos últimos anos surgiram os primeiros trabalhos mais abrangentes sobre o tema como o Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* produzido em 2008 pelo CEPE FGV – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas.

O esperado crescimento desse mercado no país também deve ser apontado como uma justificativa importante, já que a evolução de capital comprometido ao

longo dos últimos anos tem ocorrido rapidamente, passando de 0,77% de capital comprometido como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) em 2000 para 1,71% em 2008, segundo o panorama da indústria montado pela FGV-CEPE.

Apesar de ter dobrado de tamanho essa proporção, ainda está longe de países como Estados Unidos e Inglaterra, em que temos números de 3,7% e 4,7%, respectivamente.

A importância desse mercado para o desenvolvimento da economia também é um fator a ser destacado, já que os agentes de PE/VC preenchem uma lacuna no mercado financeiro brasileiro, pois as empresas não conseguem se financiar junto aos bancos a taxas de juros compatíveis com seu planejamento financeiro. Ademais, essas mesmas empresas também não têm acesso direto ao mercado de capitais.

A pesquisa se justifica, ainda, no momento em que traz um panorama quanto à utilização do instrumento mais adequado para esse tipo de operação no Brasil, o que pode tornar esse trabalho uma contribuição para o amadurecimento mais rápido desse mercado no país.

Em um contexto mais prático, o resultado desse trabalho pode servir como referência para futuras operações de investimento, auxiliando tanto na escolha de determinado instrumento quanto para entendimento das razões que justifiquem essa escolha

4. OBJETIVOS

4.1. OBJETIVO GERAL

O objetivo deste trabalho é entender como os gestores de PE/VC tentam adequar os seus objetivos de investimento com os objetivos de financiamento dos empreendedores através dos instrumentos de investimento utilizados.

4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) identificar quais são os instrumentos de investimento utilizados no mercado brasileiro de PE/VC e qual a frequência de cada um.
- b) verificar com os agentes de PE/VC do mercado brasileiros se eles têm conhecimento sobre a utilização de instrumentos de investimento conversíveis.
- c) identificar as razões pelas quais os agentes do mercado brasileiro de PE/VC utilizam ou não determinados instrumentos de investimento.
- d) comparar as informações obtidas através da pesquisa no Brasil com o resultado de pesquisas similares em outros países.

5. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

5.1 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Private Equity e *Venture Capital*, de acordo com Neves e Neves (2003), são modalidades de investimento nas quais investidores individuais ou institucionais, através de profissionais da área, aplicam capital em empresas promissoras por meio de compra de participação acionária e/ou outros ativos patrimoniais.

Para Ribeiro (2005, p. 6):

Private Equity ou Venture Capital é uma atividade de intermediação financeira [...] [na qual] as organizações que realizam esta atividade são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo prazo. Em geral, tais recursos são direcionados para empresas não cotadas em bolsa de valores.

Marçal e Magalhães (2005) definem separadamente o que são as atividades de *Private Equity* e *Venture Capital*. Para os autores, *Private Equity* é capital para investimento em empresas desde o estágio de expansão até empresas de grande porte. Inclui investimentos em títulos não negociáveis em bolsa, emitidos por empresas de capital aberto, sendo que geralmente está associado ao investimento em empresas de médio a grande porte que já geram fluxo de caixa positivo. Já *Venture Capital* é conceituado pelos referidos autores como capital para investimento em empresas desde o estágio inicial até o estágio de expansão, sendo esse investimento em empresas com potencial de crescimento rápido, mas que, em geral, ainda não geram fluxo de caixa positivo (MARÇAL; MAGALHÃES, 2005).

Cordeiro (2006, p. 18) utilizou o conceito de:

Private Equity como todo investimento em empresas com grande potencial de crescimento, de alto risco, em qualquer estágio de desenvolvimento e com necessidade de capital e gestão especializada; enquanto Venture Capital será o conceito adotado apenas para empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento.

O autor conclui, portanto, que Venture Capital é um segmento abrangido pelo conceito de *Private Equity*.

Utilizando os conceitos propostos por Fenn, Liang e Prowse (1995), existem três grandes grupos de participantes do mercado de PE/VC: emissores, intermediários e investidores.

De acordo com os autores, os emissores são as empresas que recebem os investimentos de PE/VC. Elas são de tamanhos variados e buscam os mercados de PE/VC mesmo sendo esse mercado o de maior custo de financiamento. Portanto, são empresas que geralmente não querem ou não estão conseguindo se financiar através do mercado de dívida ou de ações. Exemplos de empresas norte-americanas que receberam investimentos de PE/VC são Microsoft, Fedex, Apple, Amazon, Intel, Oracle e Google. No mercado brasileiro, podemos citar Natura, Gol, ALL, DASA, CPFL, Lupatech, Marcopolo, Odontoprev, Submarino e Localiza.

Os intermediários são as empresas, ou as *limited partnerships*, que realizam a gestão dos recursos captados. Geralmente os intermediários estão associados às instituições financeiras como bancos, seguradoras e bancos de investimento ou podem atuar como uma gestora independente.

Ribeiro (2005, p. 7) complementa, afirmando que:

[...]os gestores de PE/VC são agentes melhor adaptados para mitigar o risco associado ao investimento de empresas com pouco ou nenhum histórico financeiros ou ativos tangíveis que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno. Tais projetos só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos.

Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de PE/VC costumam participar ativamente da gestão das empresas em que investem, influenciando em decisões estratégicas e da própria governança corporativa da empresa.

Segundo Gorman e Sahlman (1989) os gestores de PE/VC desenvolvem as seguintes atividades nas empresas investidas: ajudam a obter financiamento adicional; desenvolvem o planejamento estratégico e operacional; recrutam executivos e funcionários e abrem contatos comerciais com fornecedores e clientes.

Como exemplos de gestores de fundos de PE/VC norte-americanos, podemos citar o Blackstone, Carlyle, KKR; no mercado brasileiro, temos a Rio Bravo, Tarpon, Votorantin e BNDESpar.

Os principais investidores, de acordo com Fenn, Liang, e Prowse (1995), são os fundos de pensão de empresas públicas e privadas, fundações, bancos, companhias de seguro e famílias ou indivíduos de patrimônio elevado.

Os investidores de PE/VC têm a expectativa de atingir um retorno ajustado pelo risco superior ao retorno ajustado pelo risco do investimento em ações e ainda se beneficiar dos possíveis benefícios da diversificação do portfólio.

5.2 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO

Os investimentos de PE/VC podem ocorrer nos diferentes estágios de evolução de uma empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (2008) utilizam as definições de Bruno e Tyebjee (1985) para identificar os cinco estágios de financiamento com capital de risco:

1. *Seed Money*: “Um pequeno volume de financiamento necessário para demonstrar um conceito ou desenvolver um produto. Não há atividades de marketing incluídas nesse estágio” (BRUNO; TYEBJEE, 1985 *apud* ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008, p. 452). Carlos Cordeiro (2006) afirma que *seed money* são recursos obtidos para elaborar um plano de negócios formal, em pesquisas, desenvolvimento, construção de protótipos e pesquisas de mercado para avaliar melhor o projeto em questão.
2. *Start-Up* (Início das operações): Nesta fase, os recursos são utilizados para estabelecer a capacidade produtiva em escala comercial. Os recursos ainda podem ser empregados para finalização do desenvolvimento de produtos, e também para início de uma campanha de *marketing*. Nessa etapa, a empresa apresenta faturamento zero ou muito irregular, e o fluxo de caixa da empresa é negativo, consoante afirma Cordeiro (2006).
3. *Early Stage* (Financiamento de primeiro estágio): Os recursos são destinados para o início das vendas e da produção, após a organização já ter consumido seus próprios fundos para o início da operação. O

faturamento nessa fase começa a crescer, e o fluxo de caixa, mesmo que negativo, melhora significativamente, complementa Cordeiro (2006).

4. *Later Stage* (Financiamento de segundo e terceiro estágio): Nesta fase, alguns autores dividem o financiamento como de segundo e terceiro estágio. Basicamente, o financiamento para o segundo estágio ocorre quando os recursos são destinados para capital de giro de uma companhia que está vendendo seus produtos, mas ainda está tendo prejuízo. Já o financiamento de terceiro estágio é para aquela empresa que está ao menos atingindo seu *break even*, e está considerando as possibilidades de expandir suas atividades. Cordeiro (2006, p. 22) afirma que, a partir do *Later Stage*, as empresas estão se consolidando e “começam a apresentar faturamento sustentável e lucros crescentes. O fluxo de caixa passa a ser positivo. Conseqüentemente, o risco oferecido por essas empresas é menor do que no estágio anterior”.
5. *Mezzanine e Bridge* (Financiamento de quarto estágio): Capital fornecido para empresas que tenderão a abrir capital dentro de meio ano. Isso ocorre para melhorar o balanço, conseguir um investidor de prestígio no conselho de administração e proteger-se em caso de não conseguir abrir o capital.

Essas são as etapas que ocorrem investimento de Venture Capital e Private Equity quando a empresa está em expansão inicial.

Cordeiro (2006) destaca outras três classificações que se aplicam a investimentos de capital de risco:

1. *Middle Market*: São empresas bem estabelecidas, fundadas há várias décadas, lucrativas, com fluxo de caixa estável e que geralmente não estão no setor de tecnologia. Essas empresas normalmente estão sob controle e gestão familiar, que não desejam abrir capital publicamente e buscam a alternativa de *Private Equity* para realizar uma alteração no controle societário ou na composição acionária e financiamento para expansão.
2. *Financial Distress*: Empresas que estão nessa categoria são aquelas que estão passando por uma fase de dificuldades financeiras e recebem

investimentos para mudar esse panorama. Geralmente essas dificuldades ocorrem por ineficiência gerencial. Portanto, além do aporte de capital, os investidores entram na empresa para fazer um processo de reestruturação.

3. *Buyout*: Nesta categoria, as empresas se assemelham muito com aquelas do *middle market*. No entanto, apresentam resultado abaixo do seu potencial. O *buyout* envolverá a reestruturação da empresa. A forma mais comum de *buyout* é o *leverage buyout* (LBO), o qual envolve a aquisição de uma empresa e a sua recapitalização com parcela significativa de dívida. Desta forma, o volume de capital é alavancado pelo volume de dívida. Normalmente, essas empresas são sólidas o suficiente para pagar as dívidas com seu fluxo de caixa.

5.3 MERCADO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

5.3.1 Ambiente de Negócios para *Private Equity* e *Venture Capital*

De acordo com o relatório mundial de competitividade 2010 – 2011, elaborado pelo Fórum Econômico Mundial, o Brasil ficou na 58ª posição no índice de competitividade global que conta com 139 países. No quesito ambiente macroeconômico, o país ficou na 111ª posição, e no quesito desenvolvimento de mercado de capitais, na 50ª posição.

A categoria de mercado de capitais se divide em dois grupos de itens.

O primeiro está relacionado à eficiência, no qual o Brasil ocupa a 49ª posição. Dentro desse grupo é avaliado o item disponibilidade de capital de risco, no qual o país ocupa a 60ª posição.

O segundo grupo está ligado à confiança no mercado de capitais, onde o Brasil ocupa a 40ª posição, sendo que se destaca no item de regulação de mercado de capitais, no qual ocupa a quinta posição. Porém, acaba sendo penalizado pelo item de índice de direitos legais, que o país ocupa a 103ª posição.

A partir do relatório mundial de competitividade, pode-se notar que o Brasil ainda está muito distante dos primeiros países em termos de competitividade e

ambiente para negócios. Entretanto, com a economia em desenvolvimento, mesmo após a crise global de 2008 e a perspectiva de melhora do cenário brasileiro tanto no lado econômico quanto social, o país acaba se tornando alvo dos investidores estrangeiros o que tende a elevar a quantidade de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*.

A *Latin American Venture Capital Association* (LAVCA) todo ano, desde 2006, lança um relatório de pontuação sobre o ambiente de PE/VC nos países latino-americanos, Reino Unido, Israel, Espanha e Taiwan. Esses últimos quatro países estão inseridos no estudo justamente para serem países que servem como referência, devido a sua robusta indústria de PE/VC, como é o caso do Reino Unido, ou pelo seu rápido desenvolvimento nos últimos anos, como Taiwan.

Em pontuação absoluta, temos o Reino Unido como líder, com 93 pontos; Israel com 81 pontos, Chile e Espanha aparecem empatados com 76 pontos. O Brasil segue a lista com 75 pontos, México com 63 pontos e Taiwan com 61 pontos.

A pontuação é definida pelos seguintes critérios:

- Legislação sobre criação e operação de fundos de PE/VC
 - Tratamento tributário sobre fundos de PE/VC e investimento
 - Proteção dos direitos de acionistas minoritários
 - Restrições de investidores institucionais em fazer investimentos de PE/VC
 - Proteção dos direitos de propriedade intelectual
 - Legislação sobre falência de empresas
 - Desenvolvimento do mercado de capitais e possibilidade de saída dos investimentos de PE/VC
 - Registro obrigatório dos investimentos estrangeiros
 - Requisitos de Governança corporativa
 - Força do sistema judicial
 - Corrupção
 - Uso dos padrões de contabilidade internacional e qualidade da indústria local de contabilidade
 - Empreendedorismo
- (LAVCA, 2010, p. 3, tradução nossa)

O Brasil, que em 2006 tinha 60 pontos, chegou a 75 pontos no ano de 2010. O país se destaca pela legislação favorável às operações de PE/VC, permissão da participação de investidores institucionais e pela qualidade dos padrões contábeis. Entretanto, o país ainda é penalizado no item de corrupção e também de proteção dos direitos de propriedade intelectual, segundo a LAVCA.

Em termos de estrutura e momento, o país sinaliza estar preparado para uma nova onda de investimentos de PE/VC.

5.3.2 Mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* em 2010

Segundo levantamento, demonstrado na Tabela 1 – Investimentos em PE/VC no Brasil entre 2001 e 2010 -, realizado pela EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*), no primeiro semestre do ano de 2010 o investimento em operações de PE/VC totalizou 1,5 bilhão de dólares, superando o total investido no ano de 2009, que foi de 989 milhões de dólares.

Tabela 1 - Investimentos em PE/VC no Brasil de 2001 a 2010

Ano	US\$ (MM)
2001	281
2002	261
2003	321
2004	120
2005	474
2006	1.342
2007	5.285
2008	3.020
2009	989
1S 2010	1.513

Fonte: EMPEA (2010)

Outro levantamento realizado pela consultoria *PriceWaterhouseCoopers* (PwC)- Tabela 2 - também demonstrou o aquecimento das atividades de PE/VC no Brasil. De acordo com a empresa, os fundos de PE/VC estiveram presentes em 40% dos negócios realizados no país entre janeiro e abril de 2010, o que significa uma participação recorde, duas vezes e meia superior à registrada em todo o ano de 2007, quando responderam por cerca de 15% das operações.

Tabela 2 - Fusões e aquisições no Brasil de 2006 a 2010

Ano	Número de fusões e aquisições	Participações dos fundos de PE/VC
2006	573	11%
2007	721	15%
2008	544	20%
2009	644	31%
2010	236*	40%

Fonte: PriceWaterhouseCoopers

* De janeiro a abril

A atuação desses fundos torna-se ainda mais relevante se considerando o aumento do número de fusões e aquisições neste ano. De acordo com a PwC, um volume histórico de 236 transações foi fechado no Brasil no primeiro quadrimestre, 39% maior que o acumulado em igual período de 2009, o que representa um total de 92 negócios de fusão ou aquisição envolvendo a participação de fundos de PE/VC.

Além disso, as perspectivas para o aumento de investimentos são bastante positivas, pois de acordo com a enquete feita pela EMPEA junto com a *Coler Capital* com gestores de todo o mundo e publicada na revista *Capital Aberto Edição Especial – Private Equity* (2010) revelou que atualmente o portfólio dos entrevistados é composto entre 6 a 11% de capital comprometido com investimentos em países emergentes. Se a perspectiva favorável para os emergentes se confirmar, esse número pode chegar entre 11 e 15% num curto espaço de tempo.

Em 2009, no Brasil, segundo pesquisa da *Smith & Williamson*, existem 180 gestores de fundos, 236 veículos de investimento e 554 empresas no portfólio. Esse número tende a se elevar, segundo a diretora da pesquisa, Jennifer Choi, pois entre todos emergentes o Brasil deve registrar o maior crescimento de novos investidores nos próximos dois anos. Conforme o relatório da pesquisa, 19% dos investidores de mercado emergentes esperam começar a investir no país no período, enquanto apenas 3% pretendem reduzir ou deixar de investir no país.

5.4 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

Os instrumentos de investimento são os títulos utilizados pelas gestoras de recursos para fazer o aporte de capital. Esse aporte pode ser feito via ações ou via dívida, sendo que pode ocorrer, ainda, em diferentes momentos.

5.4.1 Ações Ordinárias

De acordo com Neto (2007), as ações constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade

anônima, sociedade por ações ou companhia). O acionista não é um credor da companhia, mas um co-proprietário, com direito a participação nos resultados.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2008, p. 303), “o termo ação ordinária não possui uma definição precisa. Geralmente, é aplicado a ações que não possuem preferência especial, seja em termos de dividendos, seja em caso de liquidação da empresa”.

Neto (2007) complementa que as ações ordinárias são as que comandam a assembléia de acionistas de uma empresa, conferindo ao seu titular o direito de voto. Os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do Conselho Fiscal da companhia; decidir sobre o destino dos lucros; reformar o estatuto social; autorizar emissões de debêntures e aumentos de capital social; votar contas patrimoniais e etc.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) adicionam que os acionistas ordinários geralmente possuem os seguintes direitos: o direito de participar proporcionalmente nos pagamentos de dividendos; o direito de participar proporcionalmente nos ativos remanescentes, após o pagamento de passivos num processo de liquidação; o direito de votar em questões de grande importância para os acionistas, como uma fusão, geralmente decididas na assembléia anual ordinária ou em assembléias extraordinárias e o direito de participar proporcionalmente em qualquer emissão de novas ações.

Para os fundos de PE/VC, as ações ordinárias representam uma forma de entrada direta no capital social da empresa. Mesmo não sendo sempre de forma majoritária, o investidor tem condições de participar diretamente das discussões e ações tomadas na assembléia de acionistas.

Caso tenha feito uma aquisição de grande parte das ações da empresa, esse investidor pode ter se tornado o acionista majoritário, o que lhe confere uma posição de controlador da empresa. Ou seja, adquirir ações ordinárias é uma forma direta de participar do controle da companhia sem a utilização de um acordo de acionistas.

Além da questão do controle, o detentor de ações ordinárias pode lucrar com o recebimento de dividendos da empresa e também com a venda de suas ações, posteriormente, por um valor superior ao que fez no momento da aquisição, seja em uma negociação fechada ou em uma oferta pública de ações.

Por outro lado, ao comprar ações ordinárias, o investidor está sujeito aos mesmos riscos do que os demais acionistas em relação ao desempenho da empresa, visto que não há nenhuma garantia do recebimento dos dividendos e a empresa pode não ter o desempenho esperado, o que deve se refletir no valor da ação.

5.4.2 Ações Preferenciais

Além das ações ordinárias, uma empresa pode emitir ações preferenciais, que, segundo Neto (2007), podem ser diferenciadas das ações ordinárias por não atribuírem ao seu titular o direito de voto. Porém, confere certas preferências, como a prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado do que o valor das ações ordinárias, e prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa. O autor ainda adiciona que, para o acionista preferencial, o lucro é mais importante que o controle da companhia.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) argumentam que o dividendo de uma ação preferencial não é equivalente aos juros de um título de dívida. Muito embora as ações preferenciais tenham similaridade com títulos de dívida, o conselho de administração da empresa pode optar por não pagar dividendos aos acionistas preferenciais. Os conselheiros eleitos pelos acionistas ordinários podem postergar o pagamento de dividendos preferenciais indefinidamente.

Entretanto, nesse caso, os acionistas ordinários são forçados a renunciar ao recebimento de dividendos. Se os acionistas preferenciais ficarem uma determinada quantidade de tempo, geralmente três anos, sem receber dividendos, essa ação preferencial adquire direito de voto, o que, segundo Neto (2007), faz com que seja possível que o controle acionário da empresa seja alterado.

A Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), conhecida como a nova Lei das Sociedades por Ações, define, de acordo com o art. 17, alterado pela Lei 10.303/01 (BRASIL, 2001), que as ações preferenciais têm como vantagem o reembolso de capital, com prêmio ou sem ele, ou prioridade no recebimento de dividendos, de acordo com pelo menos uma das seguintes condições fixadas em estatuto:

- Direito de participar do dividendos a ser distribuído, correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma da lei, e de acordo com o seguinte critério: prioridade no recebimento dos dividendos mencionados correspondentes a pelo menos 3% do valor patrimonial líquido da ação e o direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias depois de a essas de ter sido assegurado um dividendo igual ao mínimo prioritário;
 - Direito de recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária;
 - Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas em lei, assegurando o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.
- (BRASIL, 1976)

A lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), ainda acrescenta que deverão constar no estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas no artigo da lei.

As ações preferenciais podem ser ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias. Essa conversão pode ocorrer por diversos motivos, pré-estabelecidos no momento da emissão das ações preferenciais, como atingir um determinado nível de vendas, EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*), lucro líquido e etc. Ainda, após certo período de tempo, o acionista preferencial pode optar por transformar a sua ação preferencial em ordinária. Tal período de tempo também é pré-acordado entre os acionistas.

A principal vantagem de se investir em uma empresa através de ações preferenciais é justamente o fato de ter prioridade nos dividendos e nos casos de liquidação da empresa. Entretanto, ações preferenciais não têm o poder de voto na assembleia e podem não ter o mesmo prêmio do que as ações ordinárias quando a empresa negociar uma fusão ou aquisição.

A utilização de ações preferenciais por um fundo de PE/VC representa uma possibilidade de rentabilizar o capital investido ao longo do tempo, e caso não receba os dividendos, as ações preferenciais podem ser convertidas em ações ordinárias. Isso pode significar fazer parte do controle da empresa por um preço inferior do que se fosse adquirido ações ordinárias inicialmente.

Ao se adquirir uma ação preferencial conversível em ordinária, pode-se obter efeito semelhante ao descrito no caso do não pagamento de dividendos por certo período de tempo. Caso a ação preferencial tenha uma cláusula de conversão em

ação ordinária se a empresa conseguir atingir certo nível de EBITDA, pode ser vantajoso para o investidor, em termos de preço de aquisição e risco do investimento, utilizar esse instrumento de investimento, sem contar o fato que inicialmente ele terá a preferência dos dividendos e dos ativos em caso de liquidação da empresa. Por outro lado, o investidor não tem o direito de votar na assembléia e depende de um acordo de acionistas para ter algum direito de interferir na administração da empresa.

Existe ainda outro tipo de ação preferencial, a ação preferencial resgatável. De acordo com a lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), em seu artigo 19, as ações preferenciais podem ter seu resgate previsto desde o nascimento de determinada classe de ação preferencial. O resgate das ações preferenciais resgatáveis é compulsório para o acionista detentor, exceção feita apenas quando existe a prerrogativa de conversão em outras ações.

Na data do resgate, a empresa, caso tenha fundos para tal, compra, e o acionista é obrigado a vender para resgate as suas ações, conforme Lima (1991).

Procianoy (1991, p. 66) afirma que, “para o investidor, as ações resgatáveis são um título de renda fixa que em algum momento no futuro podem apresentar uma rentabilidade adicional, pela conversão e conseqüente venda no mercado”. E complementa que as ações preferenciais resgatáveis são um instrumento válido e sem similar no mercado. Devido as suas características, esse tipo de ação é utilizada na associação entre empresas e “*venture-capitals*” com o objetivo de adequar os objetivos distintos dos diversos participantes.

5.4.3 Debêntures

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) afirmam que os títulos típicos de dívida são chamados de notas, debêntures ou obrigações. Uma debênture é uma dívida não garantida de uma empresa, enquanto que uma obrigação é uma dívida garantida por uma hipoteca de ativos da empresa. Entretanto, no sentido comum, a palavra obrigação é usada indiscriminadamente e geralmente se refere tanto a dívidas garantidas quanto a não garantidas.

Uma nota geralmente corresponde a uma dívida não garantida com prazo de vencimento mais curto do que o de uma debênture, em regra inferior a dez anos. As debêntures e obrigações são títulos de dívida a longo prazo.

Dívida a longo prazo é qualquer obrigação a ser paga em mais de um ano a contar da data em que foi originalmente contraída.

Esses títulos de dívida, segundo Neto (2007), podem ser remunerados por uma taxa de juros prefixada, por uma taxa de juros flutuante, na qual se prevê a pactuação dos juros a cada intervalo de tempo estabelecido, ou uma taxa de juros real fixa acrescida de um índice de correção de preços da economia.

Fortuna (2005, p. 310) define a debênture como:

[...] o título emitido apenas por sociedades anônimas não-financeiras, de capital aberto, com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, que as lança no mercado para obter recursos de médio e longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil de passivo.

Segundo Procianoy e Veisman (2000, p. 83),

a principal característica das debêntures em relação a outras formas de dívida está no fato de que as primeiras podem ser colocadas diretamente junto ao investidor final, o que não é possível para as segundas. Não é necessária a intermediação dos bancos, como nos empréstimos. As empresas, se desejarem, podem utilizar os bancos apenas como montadores ou coordenadores das operações de lançamento.

O artigo 59 da lei 6.404/76 (BRASIL, 1979) define que a deliberação sobre emissão de debêntures é de competência privativa da assembléia geral, que deverá fixar, observando o que a respeito dispuser o estatuto:

- O valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a divisão em séries se for o caso;
 - O número e o valor nominal das debêntures;
 - As garantias reais ou a garantia flutuante, se houver;
 - As condições de correção monetária, se houver;
 - A conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão;
 - A época e as condições de vencimento, amortização ou resgate;
 - A época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver;
 - O modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.
- (BRASIL, 1976)

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) destacam que, em geral, alguns títulos têm prioridades de direitos em relação a outros credores. Isto é, algumas dívidas são subordinadas, ou seja, em caso de inadimplência, os títulos de dívidas subordinadas precisam dar prioridade a outros credores especificados. Isso significa que, geralmente, os credores subordinados receberão pagamento somente depois que os credores especificados tiverem sido remunerados.

Entretanto, as dívidas não podem ser subordinadas a títulos de participação acionária. Portanto, os debenturistas têm preferência em relação aos acionistas na remuneração dos seus títulos.

Os autores ainda trazem o conceito de garantia como sendo uma forma de vinculação de ativos a uma dívida, estipulando que os ativos podem ser vendidos em caso de inadimplência para cobrir as dívidas às quais foi dada uma garantia real (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE 2008).

Para ativos reais, é usada uma hipoteca como garantia. Essa questão está especificada no artigo 58 da lei 6.404/76, em que a debênture poderá, conforme dispuser a escritura da emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de referência ou ser subordinada aos demais credores da companhia (BRASIL, 1979).

Sobre a questão de garantias e condições das debêntures, Fortuna (2005) classifica as debêntures em quatro tipos, conforme a garantia e a qualidade dessa garantia. Primeiro, temos a subordinada, que é aquela que os credores só têm preferência sobre os acionistas. Depois, temos a quirográfica, que não tem qualquer tipo de garantia ou preferência aos credores. Existe, ainda, a flutuante, em que os credores têm privilégio geral sobre o ativo da empresa, não impedindo, porém, sua negociação, sendo a emissão limitada a 70% do ativo menos as dívidas garantidas por direitos reais, caso o valor da emissão supere o capital próprio. E, por último, a garantia real, que é dada em penhor ou hipoteca de determinados bens, os quais ficam indisponíveis para negociação.

A emissão é limitada a 80% do valor dos bens dados em garantia quando o valor da emissão ultrapassar o valor do capital próprio.

Além disso, Fortuna (2005) acrescenta que existem outros três tipos de garantias acessórias, como a fidejussória, que tem como característica a fiança e o aval de terceiros; a cláusula de não alienação, ou seja, assegurar a propriedade do bem por parte da emissora; e os *covenants*, que significam uma obrigação

extraordinária, como a determinação de atuação da emissora em alguma atividade ou de limites de endividamento, por exemplo.

Os títulos de dívida para os investidores têm como vantagem a segurança, visto que os pagamentos desses títulos têm preferência sobre a remuneração dos acionistas e ainda, muitas vezes, contam com garantias reais, o que diminui o risco de perda do capital em casos de inadimplência. Por outro lado, as debêntures têm retorno previamente estabelecido, sendo que, se a empresa apresenta uma grande evolução dos seus resultados, o debenturista acaba tendo o mesmo retorno se a empresa tivesse permanecido no mesmo patamar de resultado, ou seja, ele não participa do crescimento da empresa como os acionistas.

Além disso, o debenturista não tem direito de interferir na administração da empresa, podendo apenas monitorar as garantias e premissas dos empréstimos, conforme Wood e Wright (2009).

Em relação à remuneração desses títulos, a decisão conjunta nº 3/96 do Banco Central do Brasil e da CVM regulou a remuneração das debêntures da seguinte forma:

- Taxa de juros pré-fixada;
 - Taxa referencial ou Taxa básica financeira, observando o prazo mínimo de quatro meses para vencimento ou período de repactuação;
 - Taxa de juros flutuante, observando o prazo mínimo de cento e vinte dias para vencimento ou período de repactuação, admitindo-se que os intervalos de reajuste da taxa utilizada como referencial ocorram em prazo não inferior a trinta dias;
 - Taxa de juros fixa e cláusula de atualização com base em índice de preços, atendido o prazo mínimo de um ano para o vencimento ou período de repactuação.
- (BRASIL, 1996)

Sobre a remuneração desses títulos, Melo e Amaral (2008) alertam para o risco de possível perda decorrente da variação das taxas de juros. Após ter comprado o título, se ocorrer uma elevação das taxas de juros, o investidor fica sem alternativa de se beneficiar deste movimento, a não ser que o título esteja indexado a alguma taxa de juros. Os autores ainda trazem outra possibilidade de perda, que é o risco do poder de compra devido a mudanças bruscas no comportamento da inflação. Títulos sem previsão de correção monetária sofrerão forte desvalorização no mercado caso a inflação venha a subir.

Pode-se ainda acrescentar a possibilidade de ocorrer crise de baixa liquidez no mercado exatamente na hora em que o investidor queira se desfazer dos títulos.

Neste caso, transformar sua aplicação em disponibilidade só será possível com perda de valor da aplicação.

Em relação à emissão de dívidas, Melo e Amaral (2008) argumentam sobre o impacto na estrutura financeira da empresa. Além de representar uma alternativa na recomposição do passivo, a emissão de debêntures impacta fortemente a estrutura financeira da empresa.

Tratando-se, por natureza, de capital de terceiros, seu efeito sobre a estrutura financeira da empresa consiste no aumento do grau de alavancagem financeira e, conseqüentemente, no aumento das despesas financeiras e no risco financeiro. Entretanto, como o custo financeiro das debêntures é menor do que o custo do capital próprio, seu uso como fonte de financiamento reduz o custo médio ponderado do capital.

Ademais, a despesa financeira adicional implica a criação do ganho tributário, representado pela redução do imposto a pagar na apuração de um lucro tributário menor. Assim, ao reconhecer os juros pagos pelas debêntures como despesas financeiras na determinação do lucro tributável, ocorre uma retenção de caixa equivalente às parcelas não pagas dos juros.

A ocorrência da alavancagem financeira combinada com retenção de caixa por menores impostos pagos leva ao aumento do retorno para os acionistas. Quanto maior for a participação das debêntures no financiamento da empresa, maior será a amplitude destes efeitos, tanto positivos quanto negativos.

Procianoy e Veisman (2000) acrescentam mais uma vantagem da utilização de debêntures:

A não-intermediação bancária no processo de endividamento via emissão de debêntures, gera benefícios tanto para o investidor como para a empresa captadora de recursos. O investidor consegue auferir uma remuneração maior do que se aplicasse em uma aplicação bancária com equivalente nível de risco, e a empresa consegue obter um custo menor na captação de recursos. A emissão de debêntures permite que a empresa emitente e o investidor dividam entre si o spread bancário, ao evitarem o intermediário financeiro (PROCIANOY; VEISMAN, 2000, p.86).

E concluem ainda que, a principal vantagem das debêntures reside na sua capacidade de se flexibilizar como instrumento de obtenção de recursos. Sua estrutura pode ser tal que atenda simultaneamente as necessidades das empresas emissoras e às dos investidores. Outros instrumentos de dívida não possuem essa

flexibilidade, e, acrescentam: “em tais condições, as financiadas devem adequar-se às exigências do credor, e o mesmo ocorre quando os investidores buscam papéis para realizar seus investimentos” (PROCIANOY; VEISMAN, 2000, p.81).

De acordo com Neto (2007), as debêntures podem também ser emitidas com cláusula de conversibilidade, criando-se a debênture conversível em ações. Neste caso, a debênture, por opção do debenturista, é resgatada quando do seu vencimento em dinheiro ou em seu equivalente em ações preferenciais ou ordinárias da sociedade.

Dependendo das cláusulas da debênture, ela pode ser convertida automaticamente no vencimento ou anterior a data de vencimento, caso a conversibilidade esteja atrelada a alguma meta de resultado, exatamente como pode ocorrer com as ações preferenciais.

O artigo 57 da lei 6.404/76 (BRASIL, 1976) define que a debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura da emissão, que especificará:

- As bases da conversão seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;
- A espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;
- O prazo ou a época para o exercício do direito à conversão;
- Demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.
(BRASIL, 1976)

A lei complementa que os acionistas terão preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações.

O uso de debêntures conversíveis em ações, para a empresa, é a possibilidade de captar recursos, na data presente, e emitir ações, num momento futuro, quando estas estiverem a um preço superior ao que seria possível realizar na emissão com as condições atuais do mercado (PROCIANOY; VEISMAN, 2000, p.82).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2008), esse tipo de obrigação conversível pode ajudar a resolver problemas de agência associados à captação de recursos. Isso ocorre, pois as obrigações simples, com taxa de juros definidas, não têm uma remuneração maior caso a empresa tenha um bom resultado. Assim, isso gera um incentivo para que os credores tentem forçar a empresa a adotar projetos de baixo risco.

Em contraste, os acionistas ordinários têm incentivos para adotar projetos de alto risco e maior retorno.

Projetos de alto risco e com valor presente líquido negativo transferem riqueza dos obrigacionistas para os acionistas. Se tais conflitos não puderem ser resolvidos, a empresa poderá ser obrigada a desistir de oportunidades de investimento atraentes em detrimento a investimentos mais seguros, mas com menor valor presente líquido.

Entretanto, como as obrigações conversíveis têm um componente de renda variável, tenderá a haver menor expropriação da riqueza dos obrigacionistas quando forem emitidos títulos conversíveis em lugar de títulos não conversíveis.

Isso significa que as obrigações conversíveis reduzem custos de agencia. Uma implicação ressaltada pelos autores é que, na prática, as obrigações conversíveis possuem menos cláusulas restritivas do que as obrigações simples.

Procianoy e Veisman (2000, p. 92) destacam que,

a assimetria informacional entre os gestores e os investidores pode causar avaliações distintas quanto ao preço correto para as ações da companhia. Os gestores acham que a ação está subvalorizada, enquanto os investidores possuem posição contrária. Uma emissão de ações encontraria o mercado pouco receptivo para a emissão de ações nos preços que a gestão gostaria de oferecer. A debênture conversível em ações aparece como um dos instrumentos corretos para minimizar esse problema, uma vez que a conversão se dará no futuro, quando as informações possuídas pela gestão já estiverem no domínio público e incorporadas no preço da ação.

Assim, segundo os autores, há a possibilidade de que a característica de conversão em ações seja uma forma de adequar esses títulos não só para as necessidades das empresas emitentes, como também para as necessidades dos potenciais investidores.

Ainda nessa linha, Melo e Amaral (2008, p. 107) afirmam que,

uma boa justificativa para a emissão de debêntures conversíveis é oferecer ao futuro investidor a possibilidade de participar dos ganhos proporcionados pela valorização das ações em função dos retornos dos novos investimentos para os quais contribuiu com o financiamento.

A possibilidade de participação na valorização da empresa pela conversão das debêntures em ações faz destes títulos uma fonte de fundos menos dispendiosa que as debêntures comuns. Para Procianoy e Veisman (2000) é lógico afirmar que,

em função da possibilidade de ganho extra com a conversão das debêntures em ações valorizadas, existe um preço a se pagar, e esse preço significa uma menor remuneração oferecida pelo título conversível em relação à debênture simples.

Complementando, de acordo com Brealey, Myers e Allen (2008, p. 602), “os valores conversíveis fazem sentido sempre que é especialmente difícil avaliar o risco da dívida ou sempre que os investidores estão preocupados com a possibilidade de os gestores não agirem no interesse dos credores”.

Os mesmos autores ainda apontam mais uma vantagem da utilização de instrumentos conversíveis. A taxa de cupom relativamente baixa nas debêntures conversíveis revela-se conveniente para as organizações em rápido desenvolvimento que enfrentam grandes investimentos. “Essas empresas podem estar dispostas a conceder a opção de conversão para reduzir as exigências imediatas de caixa do serviço da dívida” (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008, p. 602).

Sem essa opção, os investidores podem exigir taxas de juro extremamente altas para compensar a probabilidade de inadimplência. Isto na prática, só forçaria a empresa a obter mais recursos para o serviço da dívida, como também aumentaria o risco de dificuldades financeiras. Paradoxalmente, concluem os autores, “as tentativas dos investidores para se protegerem contra a inadimplência podem efetivamente aumentar a probabilidade de tensões financeiras ao agravar os encargos da empresa com o serviço da dívida” (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008, p. 602)..

5.4.4 Warrants

Ross, Westerfield e Jaffe (2008, p. 521) conceituam warrants como “títulos que dão aos seus portadores o direito, mas não a obrigação, de comprar ações ordinárias diretamente de uma empresa a um preço fixo por certo período”.

Do ponto de vista do titular, os warrants são semelhantes a opções de compra de uma ação ordinária, pois assim como uma opção de compra, o titular tem o direito de adquirir ações ordinárias a um preço predeterminado. Entretanto, a diferença é que uma opção de compra é lançada por um indivíduo e os warrants são lançados por empresas.

Portanto, do ponto de vista da empresa, o que ocorre é muito diferente, pois quando um warrant é exercido, a empresa lançadora é obrigada a emitir novas ações. Sempre que um warrant é exercido, o número de ações existentes aumenta e o controle da empresa e os direitos sobre o fluxo de caixa se diluem.

Warrants são geralmente lançados em colocações fechadas, podendo inclusive ocorrer junto com a emissão de títulos de dívida, ações ordinárias e ações preferenciais (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2008)

Os warrants são mais um instrumento que pode ser utilizado para se adquirir participações em empresas abertas ou fechadas. Um fundo de PE/VC pode comprar warrants de uma empresa que está em fase inicial, pois acredita que a empresa tem grande probabilidade de ter sucesso, mas também não quer correr o risco de investir grandes quantidades de capital em um projeto com alto risco. Assim, ele faz a aquisição de warrants.

Caso dentro do período acordado seja interessante para o fundo de PE/VC exercer seus warrants, ele o fará e lucrará com isso. Caso a empresa não tenha sucesso após o período de tempo do warrant, esse não será exercido e, portanto, perderá todo o seu valor.

Para o investidor de PE/VC, as vantagens são de poder colocar baixa quantidade de capital em um investimento, e também a possibilidade de conseguir altos retornos com o exercício dos warrants e posterior venda das ações ordinárias para outro comprador, ou ainda a realização de uma oferta pública de ações. Entretanto, o risco é alto devido ao fator tempo do warrant. Caso ele não seja exercido, o investidor perde todo o dinheiro investido.

Além disso, a desvantagem é que, ao comprar um warrant, o investidor não é acionista ou credor da empresa. Assim, não pode atuar na administração ou fazer um acordo de acionistas, o que para os investidores de PE/VC não é tão interessante, pois geralmente eles têm interesse em participar da administração, a fim de rentabilizar o seu investimento.

5.5. ACORDO DE ACIONISTAS

De acordo com a lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), em seu 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. O §1º desta lei aduz que as obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.

Ainda, consoante o §2º, esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista da responsabilidade no exercício de direito a voto ou do poder de controle.

Nas condições previstas em tais acordos, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas, de acordo com o que reza o § 3º do referido artigo.

No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembléia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia (§ 5º, art. 118, Lei 6.404/76) (BRASIL, 1976).

Santos (2008, p. 59) afirma que os acionistas, através do acordo entre eles, “encerram em detalhes as bases de governança das sociedades por ações, tendo por objeto os direitos e obrigações dos acionistas entre si e perante a companhia”.

O acordo de acionistas serve para o alinhamento de determinados interesses quando da emissão de novas ações ou transação de ações entre acionistas. Geralmente são utilizados para determinar obrigações e possibilidades quanto ao controle da empresa e também sobre as escolhas da administração, principalmente quanto às decisões estratégicas, como investimentos e também decisões financeiras como estrutura de capital.

Santos (2008) cita outros pontos como cláusulas de não concorrência, exclusividade, confidencialidade e propriedade intelectual.

Muitos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, ao efetuarem suas aquisições, exigem um acordo de acionistas que confere poder de decisão e intervenção na empresa perante o acionista controlador. Essa é a forma encontrada pelos investidores para proteger os seus investimentos.

5.6 CÂMARA DE ARBITRAGEM

Santos (2008) afirma que, no acordo de acionistas, pode ficar acertado a utilização de câmara de arbitragem para solução de problemas e diferenças não identificadas durante o processo de compra e venda ou subscrição de ações. O instituto da arbitragem, segundo o autor, representou uma importante evolução para os agentes econômicos, que passaram a contar com uma alternativa para a solução de conflitos, independentemente das esferas oficiais do Poder Judiciário.

O Guia para Contratos de Compra e Venda de Ações de *Venture Capital e Private Equity*, elaborado pela *Latin American Venture Capital Association (LAVCA)*, recomenda que o contrato de compra e venda de ações preveja um compromisso arbitral, submetendo quaisquer conflitos a um Tribunal, elegendo as regras que regerão a arbitragem e estabelecendo os procedimentos a serem seguidos, com a finalidade de dar adequado cumprimento ao compromisso arbitral. Desta forma, elege a arbitragem como mecanismo adequado para a solução de controvérsias.

5.7. INOVAÇÃO FINANCEIRA

Com a evolução do mercado financeiro, surgiram novos instrumentos de investimentos. Inicialmente, as empresas trabalhavam com duas opções de financiamento, ações ou dívida simples. Atualmente, já existem diversas opções, cada vez mais complexas e híbridas entre ação e dívida como demonstram os trabalhos de Tufano (2002) e Finnerty e Emerty (2002).

Finnerty e Emerty (2002) afirmam que a engenharia financeira envolve a criação de um novo instrumento financeiro que possibilita uma combinação superior de risco e retorno que não existia anteriormente. O que, geralmente, inclui a combinação de um produto derivativo com um título tradicional para gerenciar riscos de uma forma mais eficiente.

Tufano (2002) fez uma pesquisa abrangente sobre o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros e conta que, já em 1934, Benjamin Graham e David Dodd, em seu livro *Security Analysis*, descreveram mais de 200 tipos de títulos.

O autor, em pesquisa na base de dados *da Thompson Financial*, encontrou uma lista de mais de 1.800 títulos diferentes no período de 1980 até 2001. Os títulos, em sua maioria, eram praticamente idênticos, possuindo apenas alguns detalhes que os diferenciavam.

Tufano (2002) explica quais são os seis principais motivos para a criação de novos instrumentos:

- 1) Aumento das opções de investimento que gerem operações com risco e retorno diferentes e gerenciamento de risco em geral;
- 2) Custos de agência e assimetria de informações;
- 3) Diminuição dos custos de transação e pesquisa;
- 4) Tributação e regulamentação;
- 5) Aumento da globalização e os riscos atrelados a esse movimento;
- 6) Inovação tecnológica.

Finnerty e Emerty (2002) elaboraram trabalho semelhante ao de Tufano (2002) quando analisaram mais de 80 tipos de títulos que estavam sendo utilizados no começo dos anos 2000. Para as razões de criação de novos instrumentos, os autores citam dois motivos que não estão na relação de Tufano: aumento de liquidez e redução dos custos de emissão.

O mercado *de Private Equity* e *Venture Capital* busca na inovação financeira, principalmente, respostas para os problemas como os custos de agência, assimetria de informação, regulamentação, tributação e aumento das opções de investimento que gerem operação com risco e retorno diferentes.

5.8 UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS CONVERSÍVEIS

Na pesquisa de Kaplan e Stromberg, em 2000, foram levantados dados sobre 200 operações de financiamento de PE/VC com 118 empresas nos Estados Unidos. Da amostra pesquisada, um total de 189 operações de financiamento teve a utilização de ações preferenciais conversíveis (sendo que, em alguns casos, outros instrumentos de investimentos foram utilizados), o que representa 94,% da amostra.

Destas, 159 operações de financiamento foram feitas exclusivamente através de ações preferenciais conversíveis.

Esse resultado é consistente com a pesquisa anterior, de Gompers (1998), também nos Estados Unidos, que em uma amostra de 28 operações, um total de 23 delas foram feitas através de ações preferenciais conversíveis.

Tabela 3 - Utilização de instrumentos de investimento em operações de PE/VC nos EUA em 2000

Instrumentos	Operações
Ações preferenciais conversíveis	159
Dívida conversível em ações	4
Ações preferenciais conversíveis e dívida conversível em ações	4
Múltiplas classes de ações	3
Ações preferenciais conversíveis e ações ordinárias	16
Dívida conversível em ações e ações ordinárias	1
Ações preferenciais não-conversíveis e ações ordinárias	3
Ações preferenciais conversíveis e ações preferenciais não-conversíveis	6
Ações preferenciais conversíveis, ações preferenciais não-conversíveis e ações ordinárias	4
Total	200

Fonte: Kaplan e Stromberg (2000, p. 50)

Segundo Kaplan e Stromberg (2003), conforme demonstrado na Tabela 3 - 54% das operações de PE/VC na Europa utilizam ações preferenciais conversíveis. Esse dado está baseado em uma pesquisa com 145 operações de investimento, em 107 empresas, de dezoito países diferentes, durante os anos de 1992 até 2001. Vale ressaltar que 27% dessas operações ocorreram com a utilização de ações ordinárias.

Tabela 4 - Utilização de instrumentos de investimento em operações de PE/VC no Brasil em 2008

Instrumentos	Operações
Ações preferenciais conversíveis	3
Ações preferenciais	6
Ações ordinárias com múltiplas classes de ações	2
Ações ordinárias	8
Debêntures simples	5
Sociedade limitada	1
Total	25

Fonte: Santos (2008, pag. 64)

Santos (2008) realizou pesquisa semelhante no Brasil e, em uma amostra de 25 operações de financiamento na modalidade de *Private Equity* e *Venture Capital*, como demonstra a Tabela 4, apenas três operações utilizaram ações preferenciais

convertíveis, o que representa apenas 12% da amostra, sendo as ações ordinárias o instrumento mais utilizado com 40% da amostra.

Em relação a essas três pesquisas, podemos notar uma ampla utilização de ações preferenciais convertíveis tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, mas não no mesmo patamar de representatividade do que no mercado norte-americano. Já no mercado brasileiro, o uso desse instrumento de investimento é bem mais restrito.

Existem diversos trabalhos acadêmicos, como o de Stromberg e Kaplan (2003), Gilson e Schizer (2002), Schimdt (2001) e Leitner (2009), que afirmam que a utilização de ações preferenciais convertíveis é a melhor opção para investimentos de PE/VC, visto que esse instrumento tem como característica a preferência na liquidação e na distribuição dos dividendos, e também por permitir a separação entre o fluxo de caixa e os direitos de controle quando utilizando junto a um acordo de acionistas.

Portanto, para os investidores de PE/VC, esse instrumento é o mais adequado, pois permite uma proteção maior quando comparado a outras classes de ações, e também por possibilitar estruturas contratuais mais eficazes na mitigação dos problemas de agência, assimetria de informações, redução dos riscos dos portfólios e no estabelecimento adequado de incentivos do empreendedor fundador da empresa e do gestor do fundo de investimento, como provado por Leitner (2009)

Em relação ao arcabouço legal, Lerner e Schoar (2004), afirmam que os investidores em países com sistemas legais de baixa coercitividade e baseados no “Civil Law” são obrigados a deter os direitos de controle, através da maioria das ações com direito a voto e/ou títulos de dívida. Enquanto isso, em países com sistemas legais mais efetivos, baseados no Common Law, que tendem a confiar mais em provisões contratuais e em títulos que permitem separar fluxo de caixa da propriedade, seriam utilizadas ações preferenciais convertíveis e/ou debêntures convertíveis.

Entretanto, Stromberg e Kaplan (2003) argumentam que as estruturas contratuais praticadas em operações de PE/VC variam entre cada país, mas que gestores mais experientes tendem a implementar modelos de contratos similares aos praticados nos EUA, independentemente do sistema legal. E para esses autores, isto seria um sinal de sofisticação da indústria de PE/VC, uma vez que

operações estruturadas em contratos baseados nos modelos americanos tendem a uma taxa maior de sucesso.

Segundo Santos (2008), teoricamente, o Brasil, como um país de tradição de sistemas legais de baixa eficiência e coercitividade, potencializaria os problemas de agência entre fundos de PE/VC e empresas investidas. Assim, teria uma necessidade da utilização de ações ordinárias.

Mas, a partir de sua pesquisa, o autor constata que a obtenção do controle não é a regra entre operadores de PE/VC no Brasil. Afirma, também, que fica claro que supostas limitações impostas pelo marco institucional exercem influência limitada sobre as decisões de investimento, já que 60% dos respondentes do questionário rejeitaram a afirmação que o ambiente institucional brasileiro seja um obstáculo à efetivação dos investimentos em operações de PE/VC, e na clara disposição de manter sua estratégia de investimento independente das dificuldades impostas pelo ambiente jurídico-institucional.

6.METODOLOGIA

O embasamento teórico foi o alicerce do presente estudo. Embora grande parte dos problemas de rotina das empresas seja resolvido pela experiência, os grandes gestores conseguem perceber a importância da teoria para o sucesso das organizações (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Desta forma, o referencial teórico está dividido em três partes: a primeira parte aborda os conceitos básicos de *Private Equity* e *Venture Capital*, a segunda parte trata dos instrumentos de investimento existentes, e na última, é apresentado a utilização de instrumentos conversíveis no mercado de *Private Equity* e *Venture Capital*.

A partir da revisão teórica foi criado um questionário para a realização desta pesquisa. Este instrumento foi aplicado as gestoras do mercado brasileiro de PE/VC. O questionário (ANEXO A) contém uma parte de informações básicas, como o nome da gestora, quantidade de fundos administrados, tempo de experiência no setor e ainda a quantidade de capital comprometido. A segunda parte do questionário foi composta de informações quantitativas focadas na atividade de gestor dos fundos, como a quantidade de investimentos feitos desde 2008 e os tipos de instrumentos

utilizados para realizar as aplicações. A terceira parte do questionário é qualitativa, pois as perguntas são sobre o conhecimento de utilização de títulos conversíveis e as razões pelas quais decide optar por um instrumento de investimento diferente dos demais.

Para aplicação dos questionários foi feito um contato telefônico prévio com cada empresa para que fosse coletado o endereço eletrônico para envio do questionário. A empresa teve a opção de responder o questionário em formato de processador de texto ou preencher em um formulário disponibilizado na internet.

A partir do cadastro da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), foram identificadas 68 empresas gestoras, membros efetivos da entidade. Neste sentido, o questionário foi oferecido a 66 empresas localizadas (apenas duas instituições não foram contatadas por não terem sido encontradas).

Após a aplicação do questionário, foi realizada a consolidação e análise dos dados, para que fosse possível comparar as informações dos mercados de PE/VC com as de outros países. A partir de então, foram elaboradas as conclusões sobre a pesquisa realizada, trazendo informações sobre esse mercado no Brasil.

7.RESULTADOS

Os resultados apresentados neste estudo foram organizados a partir dos dados coletados no instrumento de pesquisa descrito no Capítulo 6 – Metodologia. Entre as 66 empresas que receberam o questionário (ANEXO A), 21 empresas responderam, possibilitando a reflexão proposta. Entre as 45 empresas que não responderam ao questionário, cinco gestoras posicionaram-se oficialmente alegando o sigilo de suas operações. As demais, mesmo com o contato telefônico não enviaram as suas respostas nem informaram formalmente que não iriam responder.

Fazem parte da amostra analisada na pesquisa 17 gestoras de origem brasileira, duas de origem americana e duas de origem inglesa. Apesar do baixo índice de respostas, as 21 participantes informaram administrar 35 fundos de investimento. No entanto, 16 dessas gestoras são responsáveis, ao todo, pelo montante de 10,1 bilhões de reais comprometidos, pois cinco gestoras optaram por não divulgar os valores administrados.

No período de janeiro de 2008 a novembro de 2010, as gestoras que responderam o questionário, realizaram 92 operações de aquisição, sendo que utilizaram ao todo 94 instrumentos, pois em duas operações foram utilizados mais de um tipo de instrumento.

Tabela 5 - Instrumentos de Investimento nas operações de PE/VC de janeiro de 2008 a novembro de 2010 no Brasil

Instrumento	Ocorrências	Percentual de ocorrência
Ações ordinárias	7	7,45%
Ações ordinárias com acordos de acionistas	65	69,15%
Ações preferenciais	0	0,00%
Ações preferenciais com acordos de acionistas	5	5,32%
Ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias	0	0,00%
Ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias com acordos de acionistas	6	6,38%
Ações preferenciais resgatáveis	0	0,00%
Ações preferenciais resgatáveis com acordos de acionistas	0	0,00%
Debêntures simples	2	2,13%
Debêntures conversíveis em ações ordinárias	9	9,57%
Warrants	0	0,00%
TOTAL	94	100,00%

Fonte: O autor (2010)

A tabela 5 consolida as respostas quanto à utilização dos diferentes instrumentos de investimento e o Anexo B corresponde ao gráfico de distribuição percentual desta tabela.

A utilização de ações ordinárias é a ocorrência dominante na amostra, chegando a 76% dos instrumentos utilizados. Em seguida, temos a utilização de debêntures com 11% de participação, e as ações preferenciais também com 11%. Do total da amostra, apenas 16% dos instrumentos eram conversíveis, dos quais 10% são debêntures conversíveis em ações ordinárias, e 6% são ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias. Destaca-se ainda a não utilização de *warrants* e ações preferências resgatáveis.

As respostas obtidas nessa pesquisa apresentam alguma semelhança com as encontradas por Santos (2008), na qual apenas 12% dos instrumentos utilizados eram conversíveis, e as ações ordinárias eram o instrumento mais utilizado - correspondendo a 40% de uma amostra de 25 operações pesquisadas

O resultado encontrado quando comparado ao mercado externo, é bastante diferente. Na pesquisa conduzida por Kaplan e Stromberg (2000), nos Estados Unidos, 94% das operações foram realizadas através de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias. Na Europa a taxa de utilização de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias é de 54% (KAPLAN; STROMBERG, 2003).

Uma possível explicação para o mercado brasileiro apresentar apenas 16% de utilização desse instrumento reside na hipótese de que este ainda não se desenvolveu o suficiente para ser classificado como um mercado maduro. Segundo o argumento de Kaplan e Stromberg (2003), as estruturas contratuais praticadas nesse tipo de operação variam de país para país, mas os gestores mais experientes buscam implementar modelos de contratos similares aos praticados nos EUA, que tendem a uma taxa maior de sucesso, independentemente do sistema legal.

Em relação aos instrumentos conversíveis, todas as gestoras afirmaram conhecer a possibilidade de uso desses títulos para realizar as operações de PE/VC. Sobre as razões da utilização ou não desses instrumentos, foram obtidas as respostas que estão consolidadas nas tabelas 6 e 7. Nestas questões as gestoras poderiam optar pela assinalação de mais de uma alternativa.

Tabela 6 - Razões para não utilização de instrumentos conversíveis

Se você tem conhecimento sobre instrumentos conversíveis e já utilizou alguma vez. Qual foi a razão?	Quantidade de ocorrências
Já utilizei	6
Não acredita nas possíveis vantagens desses instrumentos	4
Dificuldade do empreendedor em aceitar as condições de tais instrumentos	4
Sempre deseja obter o controle majoritário através de ações ordinárias devido à política da gestora	5
Tem receio quanto à validade dos contratos devido à preocupação quanto ao ambiente legal brasileiro	1
Não soube dizer	1
Ainda não utilizamos mas buscamos utilizar essa estrutura quando tivermos oportunidade.	1
O mercado brasileiro ainda não está suficientemente maduro	1

Fonte: O autor (2010)

Tabela 7 - Razões para utilização de instrumentos conversíveis no Brasil

Se você tem conhecimento sobre instrumentos conversíveis e já utilizou alguma vez. Qual foi a razão?	Quantidade de ocorrências
Nunca utilizei	15
Separação do fluxo de caixa e do controle	0
Melhor forma para incentivar o empreendedor e o investidor – Redução dos problemas de agência	1
Preferência na liquidação, em caso de falência	6
Preferência pelo dividendo ou pelo pagamento de juros	5
Outros	1
Capitalização de holding com debêntures para investir em empresa sem consumir capacidade de alavancagem	1

Fonte: O autor (2010)

Para os gestores brasileiros, a utilização de instrumentos conversíveis se justifica, principalmente, pela preferência na liquidação em caso de falência e pela

preferência dos dividendos ou pagamento de juros, em relação aos detentores de ações ordinárias (Tabela 7). Portanto, basicamente revelam-se como razões relacionadas à garantia de investimento ou ao fluxo de caixa as que motivam os gestores a utilizar instrumentos conversíveis.

Nenhum gestor vê como motivo para utilização a separação do fluxo de caixa e do controle, e apenas um identifica como importante o uso de títulos conversíveis para redução dos custos de agência. Portanto, pode-se observar que os gestores não percebem que os instrumentos de investimento podem ser utilizados para mediar a relação entre eles e os empreendedores, talvez por isso, utilizem na sua maioria, as ações ordinárias com acordo de acionistas.

Já para os gestores que nunca utilizaram tais instrumentos conversíveis, a principal justificativa é de que a política de investimento da gestora é sempre buscar o controle majoritário da empresa, para isso utiliza as ações ordinárias como instrumento de investimento (Tabela 6). Essa política pode se justificar dependendo do perfil do fundo, isto é, quanto mais ativo ele é na gestão da empresa, mais ele buscará ser o acionista controlador para impor as suas diretrizes de gerenciamento e buscar o retorno desejado.

As outras duas razões, apontadas pelos gestores, para não utilizar esse tipo de instrumento são: a dificuldade do empreendedor em aceitar esse tipo de instrumento e a descrença dos gestores nas vantagens que os instrumentos conversíveis possibilitam. Esses dois pontos podem reforçar a hipótese de que o mercado brasileiro ainda não é maduro o suficiente para utilizar esses instrumentos.

Apenas uma gestora respondeu que tem receio de utilizar tais instrumentos nas suas operações em função do ambiente legal. Este resultado é consistente com a pesquisa de Santos (2008) que afirma que o marco institucional exerce influência limitada sobre as decisões de investimento e que existe clara disposição das gestoras de manterem a sua estratégia independente das dificuldades impostas pelo ambiente jurídico e institucional.

Outro ponto que pode ser destacado é a alta taxa de utilização de acordo de acionistas nas operações de investimento. Das 83 ocorrências de utilização de ações, houve a utilização do acordo de acionistas em 92% dos casos. Tal resultado pode demonstrar que tanto os empreendedores brasileiros quanto os gestores de fundos entendem a necessidade e importância de acertar as bases de governança das sociedades e as responsabilidades de cada sócio frente ao outro e à empresa.

Essa hipótese demonstra uma evolução no alinhamento entre empreendedores e gestores em busca de maiores retornos.

CONCLUSÃO

Com a realização desse trabalho foi possível concluir que os agentes que fazem parte da amostra, apesar de conhecerem os instrumentos conversíveis de investimento, ainda os utilizam com baixa frequência. De acordo com Stromberg e Kaplan (2003), as estruturas contratuais baseadas nos modelos americanos tendem a ter uma taxa maior de sucesso. Desta forma, existe a oportunidade de utilizar os instrumentos conversíveis com mais frequência levando então a um modelo contratual mais eficiente.

A baixa taxa de utilização desses instrumentos pelas gestoras da amostra sugere que o mercado brasileiro de PE/VC ainda não está em um patamar de sofisticação próximo ao norte-americano e europeu. Contribui para essa linha de raciocínio o fato de que as gestoras entendem que os instrumentos de investimento servem, principalmente, para garantir o fluxo de caixa e não os utilizam como um instrumento que pode reduzir custos de agência e alinhar os esforços de ambas as partes.

É possível esperar que, com o desenvolvimento do mercado brasileiro de PE/VC, os instrumentos conversíveis venham a ser mais utilizados pelos gestores e também melhor compreendidos, pois, através das respostas obtidas, é possível perceber que alguns não percebem as vantagens da utilização de tais instrumentos, deixando assim de otimizar as suas operações de investimento.

Atualmente, no Brasil muito se discute sobre as condições do sistema jurídico, principalmente no que tange o ambiente para desenvolvimento de negócios. Tal preocupação é demonstrada pelo fato do país ocupar, apenas, a 58ª posição no relatório mundial de competitividade elaborado pelo Fórum Econômico Mundial. Entretanto, na presente pesquisa apenas uma gestora respondeu que tem receio quanto à validade dos instrumentos conversíveis devido ao ambiente legal brasileiro.

Aliando-se tal informação ao uso de acordo de acionistas em 92% das operações que envolveram ações, verifica-se que as condições do sistema jurídico não são um obstáculo às operações de PE/VC no país.

Diante do cenário ora exposto neste estudo, sugere-se como trabalhos futuros, novas pesquisas, em intervalos de dois ou três anos, no intuito de avaliar o aumento ou não da utilização de instrumentos conversíveis por parte dos gestores de PE/VC do mercado brasileiro. Ainda, se possível, novos trabalhos devem tentar abranger uma amostra maior do que a utilizada nessa pesquisa, talvez contando com o apoio da ABVCAP, no sentido de estimular a participação das gestoras, bem como ajudar a garantir o sigilo das informações já proposto pelo pesquisador neste estudo.

Observa-se também a possibilidade de se realizar estudos de caso sobre operações específicas de PE/VC no Brasil, que tenham utilizado instrumentos conversíveis, demonstrando as razões, vantagens e desvantagens da escolha. Neste sentido, alguns estudos organizacionais defrontados pelo pesquisador são problemas a serem compreendidos e trabalhos essencialmente quantitativos nem sempre esgotam todas as alternativas possíveis (CESAR, s. d.).

Existe ainda a possibilidade de aplicar uma pesquisa semelhante, só que para os empreendedores que aceitaram ou rejeitaram investimentos de fundos de PE/VC, e entender a partir do ponto de vista deles como os instrumentos de investimento alteram a sua percepção do negócio.

Por fim, espera-se que o presente estudo possa contribuir para o entendimento do cenário do mercado brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, incentivando a reflexão e o uso de instrumentos conversíveis. Assim, as operações de investimento poderão se tornar eventos mais rentáveis ajustados pelo risco, elevando o mercado brasileiro a um patamar de sofisticação mais próximo do mercado norte-americano.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. In: **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976. Suplemento. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 10 out. 2010.

BRASIL. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários). In: **Diário Oficial da União**, Brasília, 1 nov. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm> Acesso em: 10 out. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão conjunta nº 3 de 7 fev.** 1996 Dispõe sobre as condições de remuneração das debêntures. Brasília, DF [S.n.],1996.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 8.ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL DA FGV-EAESP. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: [S.n.],2008.

CESAR, Ana Maria Roux Valentini Coelho. **Método do Estudo de Caso (Case Studies) ou Método do Caso (Teaching Cases)?** Uma análise dos dois métodos no Ensino e Pesquisa em Administração. Disponível em: <http://www.unemat.net.br/prof/foto_p_downloads/cesar_-_metodo_do_estudo_de_caso_-_administracao.pdf>. Acesso em: 7 mar. 2010.

CORDEIRO, Carlos Roberto Credidio. ***Riscos e benefícios de investimentos em Private Equity, e o potencial do setor, face à situação da economia brasileira.*** Porto Alegre: [S.n.], 2006.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY ASSOCIATION – EMPEA. ***Industry Statistics: Fundraising & Investment Analytics – 1H 2010.*** Washington: [S.n.], 2010.

FIGUEIREDO, João Neiva de. ***Investimentos de Private Equity no Brasil: Visão teórica, situação atual e implicações para o crescimento desta classe de ativos.*** Florianópolis: [S.n.], 2002.

FENN, George; LIANG Nellie; PROWSE, Stephen. ***The economics of the private equity market.*** Board of the governors of the Federal Reserve System. Washington: DC, 1995. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf>> . Acesso em: 24 abr. 2010.

FINNERTY, John; EMERY, Douglas. ***Corporate Securities Innovation: An Update.*** New York: [S.n.], 2002.

FORTUNA, Eduardo. ***Mercado financeiro: produtos e serviços.*** 16.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

GORMAN, Michael; SAHLMAN, William. ***What do Venture Capitalists do?*** Journal of Business Venturing, Vol.4, 1989.

KAPLAN, Steven; STRÖMBERG, Per. ***Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts.*** Chicago: [S.n.], 2000.

KAPLAN, Steven; MARTEL, Frederic; STRÖMBERG. ***How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?*** Chicago: [S.n.], 2003.

KAPLAN, Steven; STRÖMBERG, Per. ***Leveraged Buyouts and Private Equity.*** Chicago: [S.n.], 2008.

LEITNER, YARON. ***Convertible Securities and Venture Capital Finance.*** Philadelphia: [S.n.], 2009.

LATIN AMERICAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – LAVCA. **Guia para Contratos de Compra e Venda de Ações de Venture Capital e Private Equity**. [S.l.]:[S.n.], 2009.

LATIN AMERICAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – LAVCA. **Scorecard**. [S.l.]: [S.n.], 2010.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital & the Finance of Innovation**. 2 ed. Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2010.

MARÇAL, Maurício; MAGALHÃES, Pedro Coelho. **Opportunities and Challenges in the Development of Financial Intermediation Mechanisms for Energy Efficiency Projects in Brazil**. [S.l.] 2005. Trabalho preparado para o Banco Mundial e para ABESCO. Disponível em: <<http://3countryee.org/public/EEfinancialMechanismsBrazil.pdf>> Acessado em: 24 abr. 2010.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 7.ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2007.

NEVES, M.S.; NEVES, C. **A indústria de capital de risco no Brasil: desafios e tendências**. Bauru: [S.n.], 2003.

PRIVATE EQUITY – REVISTA CAPITAL ABERTO. **Bendita Crise**. p. 23-27. Edição Especial. São Paulo: Duograf, 2010.

PROCIANOY, Jairo Laser. **Instrumentos Inovadores na Captação de Recursos: As Ações Preferenciais Resgatáveis**. Porto Alegre: [S.n.], 1991.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: [S.n.], 2005.

PROCIANOY, Jairo L.; VEISMAN, Eduardo. Debêntures Conversíveis em Ações e o Mercado de Capitais Brasileiro: Revisão e Novos Questionamentos. In: LEAL, R. P. C; COSTA, N. C. A; LEMGRUBER, E.F (Org.). **Finanças Corporativas**. 1.ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2000, p. 81–96.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jaffe. **Administração Financeira (Corporate Finance)**. 2.ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2008.

SAITO, Richard; PROCIANOY, Jairo Laser (organizadores). **Captação de Recursos de Longo Prazo**. São Paulo: Ed. Atlas, 2008.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. ***Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O alinhamento de interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro.*** São Paulo: [S.n.], 2008.

WOOD, Geoffrey; WRIGHT, Mike. ***Private Equity: A review and Synthesis.*** [S.l.]:Sheffield, 2009.

WORLD ECONOMIC FORUM. ***The Global Competitiveness Report 2010-2011.*** [S.l.]:[S.n.], 2010.

ANEXOS

ANEXO A - QUESTIONÁRIO UTILIZADO PARA PESQUISA SOBRE O MERCADO BRASILEIRO DE PE/VC:

ANEXO B - GRÁFICO DA DISTRIBUIÇÃO DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO DE PE/VC NO PERÍODO DE JANEIRO DE 2008 A NOVEMBRO DE 2010.

ANEXO C - INSTRUMENTOS CONVERSÍVEIS - MODELO DE LEITNER(2009)

ANEXO A

QUESTIONÁRIO UTILIZADO PARA PESQUISA SOBRE O
MERCADO BRASILEIRO DE PE/VC:

Informações básicas

Nome Completo * Cargo ou Função * Anos de atividade em Private Equity e Venture Capital * ▼Nome da Gestora * País de origem da Gestora * Quantidade de fundos de PE/VC administrados * ▼Capital administrado para investimentos de PE/VC * Quantidade de operações de PE/VC realizadas desde 2008 até agora * ▼

Utilização de instrumentos

Informar a quantidade de vezes que determinado instrumento foi utilizado.

Ações ordinárias *

Quantos investimentos foram feitos através de ações ordinárias ▼

Ações ordinárias com acordos de acionistas *

Quantos investimentos foram feitos através de ações ordinárias junto com a utilização de acordo de acionistas

 ▼

Ações preferenciais *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais ▼

Ações preferenciais com acordos de acionistas *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais junto com a utilização de acordo de acionistas

Ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias

Ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias com acordos de acionistas *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias junto com a utilização de acordo de acionistas

Ações preferenciais resgatáveis *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais resgatáveis

Ações preferenciais resgatáveis com acordos de acionistas *

Quantos investimentos foram feitos através de ações preferenciais resgatáveis junto com a utilização de acordo de acionistas

Debêntures simples *

Quantos investimentos foram feitos através de debêntures simples

Debêntures conversíveis em ações ordinárias *

Quantos investimentos foram feitos através de debêntures conversíveis em ações ordinárias

Warrants *

Quantos investimentos foram feitos através de warrants

Outros

Caso tenha sido utilizado algum outro instrumento, favor especificar e informar quantas vezes o mesmo foi utilizado

Instrumentos Conversíveis

Você tem conhecimento sobre o uso de ações preferenciais e/ou debêntures conversíveis em ações ordinárias em operações de PE/VC ? *

- Sim
 Não

Se você tem conhecimento e já utilizou algum desses instrumentos. Qual foi a razão? * É possível marcar mais de uma opção

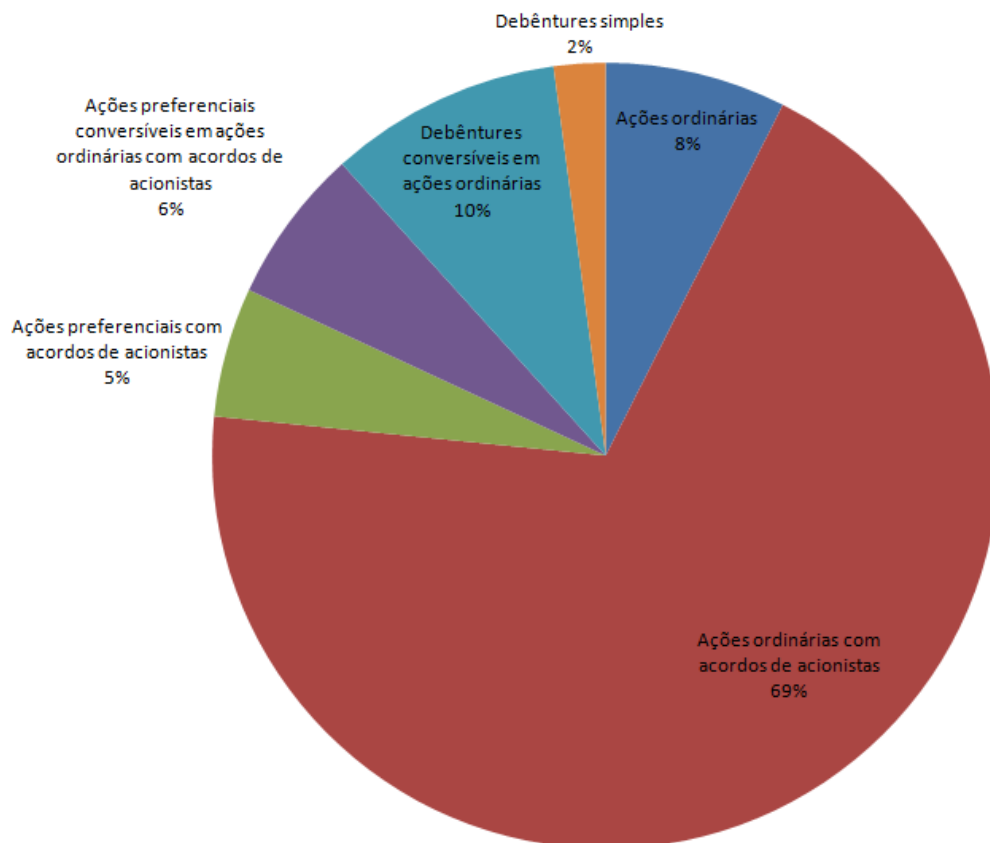
- Separação do fluxo de caixa e do controle
 Melhor forma para incentivar o empreendedor e o investidor – Redução dos problemas de agência
 Preferência na liquidação, em caso de falência
 Preferência pelo dividendo ou pelo pagamento de juros
 Nunca utilizei

Outro motivo, favor especificar

Se você tem conhecimento mas nunca utilizou algum desses instrumentos. Qual foi a razão? * É possível marcar mais de uma opção

- Não acredita nas possíveis vantagens desses instrumentos
 Dificuldade do empreendedor em aceitar as condições de tais instrumentos
 Sempre deseja obter o controle majoritário através de ações ordinárias devido à política da gestora
 Tem receio quanto à validade dos contratos devido à preocupação quanto ao ambiente legal brasileiro
 Já utilizei

Outro motivo, favor especificar

ANEXO B**GRÁFICO DA DISTRIBUIÇÃO DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO DE PE/VC NO PERÍODO DE JANEIRO DE 2008 A NOVEMBRO DE 2010.****Instrumentos de Investimento no Mercado Brasileiro de PE/VC (2008 - 2010)**

ANEXO C

INSTRUMENTOS CONVERSÍVEIS

MODELO DE LEITNER(2009)

Leitner (2009) utiliza uma situação hipotética, em seu trabalho, para mostrar como a utilização de instrumentos conversíveis pode ser a melhor alternativa para operações de PE/VC.

O exemplo consiste na negociação de investimento entre, o empreendedor Dexter e Mandark que é o gestor de fundos de Venture Capital. Dexter descobriu um novo medicamento e para comercializá-lo ele requer um investimento de US\$ 45 milhões.

Assumindo a existência de duas possibilidades para o cenário futuro da empresa: o estado de bom desempenho em que os lucros são de US\$ 100 milhões e o estado de ruim desempenho em que os lucros são de US\$ 40 milhões. Dexter e Mandark podem ou não se esforçar para a empresa atingir o estado de crescimento. Se Dexter e Mandark exercerem esforços a possibilidade de cada cenário ocorrer é de 50%, no caso de algum deles não se esforçar a possibilidade do cenário de crescimento cai para 25% e a possibilidade do estado de estabilidade cresce para 75%. Entretanto, exercer esforços tem um custo, que nesse exemplo é de US\$ 7,5 milhões para cada um.

O modelo supõe, inicialmente, que ambos dividem os lucros igualmente nos dois cenários possíveis. A questão é como utilizar um instrumento de investimento entre o empreendedor e o gestor que leve cada um deles a exercer esforços e que Mandark pelo menos cubra o investimento inicial de US\$ 45 milhões.

Considerando, portanto, uma divisão de 50% de ações ordinárias para cada um, no estado bom cada um recebe US\$ 50 milhões e no estado ruim cada um recebe US\$ 20 milhões em lucros. Essa divisão é suficiente para fazer com que os dois se esforcem para alcançarem o estado bom, visto que a expectativa de retorno para Mandark no caso de exercer esforço é $(0.5 \times 20) + (0.5 \times 50) - 7,5 =$

US\$ 27,5 milhões, o seu retorno quando não exercer esforços é o mesmo visto que $(0,75 \times 20) + (0,25 \times 50) = \text{US\$ } 27,5$ milhões. Portanto, ele não pode se beneficiar ao não exercer esforços. O mesmo é válido para Dexter visto que o cálculo de retorno do investimento é o mesmo para ambos já que possuem o mesmo tipo e quantidade de ações.

O problema desse modelo é que na média Mandark terá um retorno de US\$ 35 milhões o que não cobre o seu investimento inicial de US\$ 45 milhões, sabendo disso ele não investirá na empresa de Dexter.

A partir desse obstáculo para divisão igualitária das ações, pode-se pensar que o ideal seria dar a Mandark uma quantidade maior de ações ordinárias, para que na média ele possa no mínimo atingir o ponto de equilíbrio do investimento inicial. Partindo para o cenário de que Mandark detém 75% das ações e Dexter 25%, o gestor, na média, cobre o seu investimento inicial.

Entretanto, essa divisão elimina os incentivos para que Dexter exerça esforços. O retorno médio esperado caso ele exerça esforços é $(0,5 \times 10) + (0,5 \times 25) - 7,5 = \text{US\$ } 10$ milhões, e caso ele não exerça esforços é igual a $(0,75 \times 10) + (0,25 \times 25) = \text{US\$ } 13,75$ milhões. Portanto, para Dexter o melhor na média é não exercer esforços pois ele obtém um retorno médio esperado US\$ 3,5 milhões maior em relação ao retorno médio esperado se ele exercer esforços.

Leitner propõe uma nova possibilidade de contrato de investimento entre Mandark e Dexter. No estado ruim, Dexter não recebe nada e Mandark recebe US\$ 40 milhões, e no estado bom, o primeiro recebe US\$ 30 milhões e Mandark recebe US\$ 70 milhões. Esse contrato faz sentido, pois Mandark tem um retorno médio esperado de US\$ 55 milhões que cobre o seu investimento inicial mais esforços. Adicionalmente, essa proposta induz tanto empreendedor quanto gestor a exercerem esforços, visto que nenhum pode sair favorecido ao não exercer esforços.

Para que isso ocorra, Dexter recebe 30 ações ordinárias e Mandark recebe 70 ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias, com um dividendo preferencial de US\$ 40 milhões. Se o estado ruim acontecer, Mandark não exercerá a opção de conversão e receberá o dividendo preferencial, que é tudo

que a firma obteve no período, portanto Dexter não receberá remuneração. Entretanto, se o estado bom ocorrer, Mandark exercerá a opção de conversão e obterá US\$ 70 milhões, visto que com a conversão ele detém 70% das ações ordinárias, essa opção é claramente melhor do que permanecer como acionista preferencial e receber apenas os US\$ 40 milhões. Com a conversão das ações, Dexter receberá US\$ 30 milhões.

Esse modelo proposto por Leitner mostra como os instrumentos de investimento podem alinhar incentivos entre empreendedores e gestores de recursos, de forma que possíveis custos de agência sejam reduzidos. O autor ainda reforça que utilizou uma taxa de desconto igual a zero para a análise do retorno, caso seja utilizado uma taxa de desconto positiva, Mandark necessitará receber uma remuneração maior para atingir o ponto de equilíbrio.

A tabela 1 resume as possibilidades demonstradas no modelo.

Tabela 1 - Possibilidades de utilização de instrumentos de investimento no modelo de Leitner

Estado	Possibilidade 1			Possibilidade 2			Possibilidade 3		
	Bom	Ruim	Média	Bom	Ruim	Média	Bom	Ruim	Média
Lucro Total	100	40	70	100	40	70	100	40	70
Lucro de Dexter	50	20	35	25	10	17,5	30	0	15
Lucro de Mandark	50	20	35	75	30	52,5	70	40	55
Instrumentos de Investimentos	Cada um recebe 50 ações ordinárias			Dexter recebe 25 ações ordinárias e Mandark recebe 75 ações ordinárias			Dexter recebe 30 ações ordinárias e Mandark recebe 70 ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias e cujo dividendo preferencial é de 40		
Na média, Mandark atinge o ponto de equilíbrio do seu investimento (investimento inicial + custo de esforço)?	Não. ($35 < 45 + 7,5$)			Sim ($52,5 = 45 + 7,5$)			Sim ($55 > 45 + 7,5$)		
Se Mandark exercer esforços, pode Dexter ganhar mais caso não exerça esforços?	Não. Caso Dexter exerça esforços ele recebe $35 - 7,5 = 27,5$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 50) + (0,75 \times 20) = 27,5$			Sim, se Dexter exercer esforços ele recebe $17,5 - 7,5 = 10$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 25) + (0,75 \times 10) = 13,75$			Não, se Dexter exercer esforços ele recebe $15 - 7,5 = 7,5$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 30) + (0,75 \times 0) = 7,5$		
Se Dexter exercer esforços, pode Mandark ganhar mais caso não exerça esforços?	Não. Caso Mandark exerça esforços ele recebe $35 - 7,5 = 27,5$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 50) + (0,75 \times 20) = 27,5$			Não. Caso Mandark exerça esforços ele recebe $52,5 - 7,5 = 45$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 75) + (0,75 \times 30) = 41,25$			Não. Caso Mandark exerça esforços ele recebe $55 - 7,5 = 47,5$. Do contrário ele recebe $(0,25 \times 70) + (0,75 \times 40) = 47,5$		