

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**JOSÉ AUGUSTO ALBINO**

**A UTILIZAÇÃO DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS COMO MECANISMO DE  
INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES PELOS GESTORES DE  
*VENTURE CAPITAL* NO BRASIL**

Porto Alegre, RS

2006

JOSÉ AUGUSTO ALBINO

A UTILIZAÇÃO DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS COMO MECANISMO DE  
INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES PELOS GESTORES DE  
*VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

Monografia apresentada ao  
curso de Graduação em  
Administração como requisito  
parcial para obtenção do Grau  
de Bacharel

Orientador: GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

Porto Alegre, RS

2006



**TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:**

---

---

---

Conceito Final:

Porto Alegre, de de .

Orientador: Gilberto de Oliveira Kloeckner

Aluno: José Augusto Albino

Área de Concentração: Finanças

*Innovations fail to create value when they cannot attract  
the resources required to develop them”*

Josh Lerner

## RESUMO

Atualmente no Brasil, as pequenas e médias empresas, as chamadas empresas emergentes, possuem limitados canais de financiamento de longo prazo e compatíveis com suas realidades, limitados a algumas fontes públicas de financiamento e a investidores de *Venture Capital*, o que prejudica significativamente o potencial de investimento e conseqüentemente de crescimento e sucesso destas empresas. Neste cenário, os mecanismos tradicionais de financiamento, dívida e capital, apresenta a tomadores e aplicadores diversas restrições que acabam por dificultar o acesso das empresas emergentes a fontes de financiamento adequadas. As debêntures conversíveis, largamente utilizadas em mercados mais desenvolvidos, seriam um mecanismo de financiamento híbrido, que por suas características restringiria diversas dificuldades encontradas nos investimentos em pequenas e médias empresas. Apesar de conhecer as debêntures conversíveis, os gestores de *Venture Capital* ainda utilizam na maior parte dos casos, mecanismos tradicionais, se expondo a riscos e criando dificuldades desnecessárias. A partir disso, se faz necessária uma pesquisa de campo com os principais gestores de *Venture Capital* do país, a fim de termos uma visão da utilização de mecanismos de investimentos e compreendermos os motivos da subutilização das debêntures conversíveis no Brasil.

**Palavras Chave:** Debêntures Conversíveis, *Venture Capital*, empresas emergentes, estrutura de capital e financiamento.

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>8</b>
<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	9
1.2 JUSTIFICATIVA.....	11
1.3 OBJETIVOS GERAIS.....	12
1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	12
<b>2. FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL.....</b>	<b>14</b>
2.1 FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EMERGENTES.....	15
<b>3. INVESTIMENTOS DE <i>VENTURE CAPITAL</i>.....</b>	<b>17</b>
3.1 A INDÚSTRIA DE <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL.....	19
<b>4. AS DEBÊNTURES.....</b>	<b>21</b>
4.1 AS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS.....	25
<b>5. MÉTODO.....</b>	<b>27</b>
<b>6. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>28</b>
6.1 O QUESTIONÁRIO.....	28
6.2 A ANÁLISE.....	29
<b>7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>34</b>
<b>8. REFERÊNCIAS.....</b>	<b>36</b>
<b>9. ANEXO... ..</b>	<b>38</b>
9.1 QUESTIONÁRIO.....	38
9.2 RESPOSTAS .....	40

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da Indústria de Venture Capital no Brasil.....	20
--	----

## **1. INTRODUÇÃO**

A partir da do início da década de noventa, com a abertura dos mercados e a estabilidade econômica, as empresas brasileiras encontram-se com uma nova realidade que exige constante inovação, desenvolvimento tecnológico, diferenciação e busca de maior produtividade a fim de atingirmos um nível satisfatório de competitividade internacional que permita a estas empresas manterem-se vivas diante do mercado globalizado. A ausência de capital para financiar este ganho de produtividade e inovação ainda é o fator mais crítico na busca da desejada competitividade internacional. No Brasil, a ausência de fontes de financiamento adequadas a pequenas e médias empresas faz com que estas empresas comecem a competição internacional um passo atrás de nossos competidores o que tem sido um dos grandes motivos do fracasso das nossas empresas emergentes.

Neste contexto, faz se necessário à busca de mecanismos que auxiliem as empresas emergentes a terem acesso às devidas fontes de financiamento que permitam a elas investir e competir como igual com empresas estrangeiras tanto no mercado nacional quanto internacional.

### **1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA**

Os dois modelos de financiamento mais utilizados, dívidas e capital, impõem a tomadores e aplicadores diversas limitações quando utilizados em pequenas e médias empresas, as chamadas empresas emergentes. Limitações associadas a questões tais como, a incompatibilidade na percepção do valor da empresa e o número reduzido de oportunidades de desinvestimento, por exemplo, acabam por reduzir o interesse de investidores neste tipo de aplicação, e conseqüentemente dificultando o acesso das empresas emergentes aos mercados de capitais fazendo

com que estas tenham dificuldades para obter recursos compatíveis com sua necessidade de financiamento para sua expansão com taxas atrativas para os seus negócios, reduzindo o potencial de investimento e conseqüentemente sua competitividade.

Atualmente no Brasil, os aplicadores com disposição para enfrentar o desafio do investimento em pequenas e médias empresas são reduzidos a instituições de fomento, no país de forma significativa o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, e aos gestores de *Venture Capital*, investidores financeiros que tem por objetivo aplicar seus recursos em empresas emergentes com alto potencial de crescimento e retorno.

Mesmos estes investidores por aplicarem mecanismos de investimentos pouco criativos, se limitando à utilização de dívidas simples ou investimento de capital, enfrentam dificuldades e tomam risco de forma desnecessária, tais como baixa liquidez destes ativos, o risco de inadimplência e insolvência das empresas e os riscos relativos a aspectos judiciais e fiscais. A ausência de mitigantes para os riscos enfrentados pelos investidores, nos mecanismos tradicionais, acaba por reduzir o interesse destes em aplicações de longo prazo em empresas emergentes, restringindo de forma significativa o montante de recurso disponível para pequenas e médias empresas, tornando ainda mais restrito o acesso destas empresas ao mercado de capitais.

Os títulos de dívida conversíveis, notoriamente as debêntures, por serem um modelo híbrido de financiamento, apresentam-se como uma alternativa que permite as vantagens do investimento em ações com a liquidez e a flexibilidade associada às dívidas, reduzindo assim, os riscos percebidos pelos investidores na aplicação de recursos de longo prazo em empresas emergentes. Tal mitigante poderia gerar um maior fluxo de investimentos privados em pequenas e médias empresas, permitindo o acesso destas a recursos que permitam sua prosperidade.

Desde o início da década de noventa, nos Estados Unidos, a maior parte dos investimentos de *Venture Capital* é realizada através de títulos conversíveis em ações (CUMMINGS, 2006), fato que garante o sucesso e a forte presença deste

mercado na economia norte-americana, bem como assegura o acesso das pequenas e médias empresas a recursos que permitam sua ascensão e traz altos retornos aos investidores, historicamente acima do ganho observado no investimento em empresas de capital aberto.

No Brasil, apesar da existência do mecanismo de investimento e da demanda das empresas emergentes por este tipo de recurso, a realidade observada nos Estados Unidos ainda é distante. O baixo número de investidores dispostos a ingressar neste mercado e a conseqüente carência de recursos de financiamento para pequenas e médias empresas ainda são fatos e grandes entraves para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro destinados a empresas emergentes.

Por fim, a maior parte das empresas emergentes no Brasil não possuem acesso a recursos de longo prazo compatíveis com sua realidade e sua necessidade de investimento, apesar da existência dos mecanismos adequados. Para entendermos melhor este problema, se faz necessário compreender as razões pelas quais as debêntures conversíveis vêm sendo pouco utilizadas no financiamento de pequenas e médias empresas no Brasil pelos gestores de *Venture Capital*. Para tanto, será realizada uma pesquisa entre os mais representativos gestores de *Venture Capital* nacionais e internacionais atuantes no Brasil a fim de compreender a realidade da utilização das debêntures conversíveis nos investimentos em empresas emergentes no país.

## **1.2 JUSTIFICATIVA**

O maior conhecimento das possibilidades de retornos destes investimentos e a importância de canais de financiamento destinados a empresas emergentes para a economia do país, bem como as razões que impedem ou restringem o acesso de investidores a este mercado e o funcionamento das debêntures conversíveis, é necessário, pois este mecanismo de investimentos vem sendo pouco utilizado no financiamento de pequenas e médias empresas. Assim, poderemos conhecer de

que forma estas podem mitigar entraves e riscos que prejudicam a expansão e amadurecimento do mercado de capital para empresas emergentes no país.

A compreensão das razões e benefícios na utilização das debêntures conversíveis nos investimentos em empresas emergentes também pode auxiliar diversos empreendedores e pequenas e médias empresas a obter os recursos necessários para o sucesso de seus negócios. Por outro lado, tal estudo apresentaria a investidores privados um mecanismo de investimento mais adequado para a aplicação de recursos no financiamento de empresas emergentes.

O estudo proposto é inédito e poderia gerar frutos ao ambiente empresarial e macro-econômico brasileiro, uma vez que um maior conhecimento das debêntures conversíveis e de suas aplicações ajudaria o ingresso de novos investidores ao mercado de empresas emergentes, facilitando o acesso destas a recursos de longo prazo orientados para investimentos que permitissem seu crescimento, criando empregos, riquezas e casos de sucesso empresarial no Brasil.

### **1.3 OBJETIVOS GERAIS**

Este trabalho tem como objetivo compreender e apresentar, a partir da análise da experiência dos gestores de *Venture Capital*, o cenário de utilização das debêntures conversíveis no financiamento de pequenas e médias empresas no Brasil.

### **1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

Também serão objetivos deste trabalho:

- 1) Compreender de que forma as debêntures conversíveis podem ser utilizadas no financiamento de empresas emergentes, a fim de mitigar os riscos percebidos por investidores em operações com este tipo de empresa;
- 2) Para investidores que não utilizam as debêntures conversíveis, conhecer os principais motivadores que levaram à utilização de mecanismos tradicionais de investimento, em detrimento da dívida conversível;
- 3) Compreender as razões pelas quais os investidores que utilizam debêntures conversíveis, optaram por utilizá-las no financiamento de empresas emergentes;
- 4) Entender as limitações legais, culturais e macroeconômicas quanto à utilização das debêntures conversíveis no financiamento de empresas emergentes no Brasil.

## 2. FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

O financiamento de uma empresa pode se dar por duas maneiras: financiamento com capital próprio ou com capital de terceiros. É tido como capital próprio os recursos provenientes dos sócios (aumentos de capital) ou da própria empresa (reinvestimentos). Capital de terceiros são as dívidas contraídas pela empresa, tais como empréstimos financeiros e financiamentos.

A estrutura de capital é combinação entre patrimônio (capital próprio) e dívida (capital de terceiros) dentro de uma empresa, ou seja, relação existente no lado direito do balanço patrimonial – entre Passivo e Patrimônio Líquido. Segundo Gitman (1997) pesquisas teóricas e empíricas sugerem que toda empresa possui uma estrutura ótima de capital, a qual maximiza o valor da empresa e conseqüentemente o retorno aos acionistas.

Brealey e Myers (2005) acreditam que a estrutura de capital é importante, porém seria na verdade um problema de marketing, uma vez que o objetivo do administrador financeiro é encontrar uma combinação de patrimônio e dívida que seja mais atraente para investidores. Assim uma maior atratividade maximizaria o valor de mercado e a fortuna de seus acionistas.

Porém a proposição I de Modigliani e Miller (1958) defende que a estrutura de capital não altera o valor da empresa em mercados perfeitos, uma vez que o valor da empresa é determinado por seus ativos e não por seus diferentes tipos de financiamento. Uma estrutura de capital diferente apenas divide seus fluxos de caixa em séries diferentes, conseqüentemente não alterando o valor da empresa e tornando-se irrelevante nas decisões de investimentos delas.

Um dos benefícios relativos ao aumento da participação de dívidas na estrutura de capital da empresa é o benefício fiscal. De acordo com Gitman (1997) o juro pago a credores é considerado despesa dedutível dentro das demonstrações de

resultados da empresa, com isso, o lucro tributável de imposto de renda é reduzido, resultando em um maior volume de lucros disponíveis aos investidores, seja de capital próprio ou dívida, assim, um maior fluxo de caixa aos investidores aumenta o valor da empresa. Tal aplicação não desmente as proposições de M e M, uma vez que estas seriam relativas ao valor pré-imposto das empresas.

Diferente de M&M, o modelo de *trade-off* considera imperfeições de mercado como os custos de insolvência, impostos e problemas de agência criados pelo conflito de interesses entre acionistas e controladores ou credores. Neste contexto, a estrutura de capital deve ser determinada de forma a minimizar os custos gerados por estas imperfeições, maximizando o valor da empresa.

A teoria de *Pecking Order*, também conhecida por modelo dinâmico ou ordem de preferência) determina que a escolha da estrutura de capital é afetada pela busca do controle do negócio pelo gestor. Considerando que o financiamento por capital (venda de novas ações) seria o financiamento de maior impacto no controle do negócio, este seria a última opção, seguido pelo financiamento de longo prazo, em seguida curto prazo e por fim, o preferido pelo gestor por não gerar nenhum impacto no seu controle, o financiamento através de recursos gerados pela própria empresa.

## **2.1 FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EMERGENTES**

O conceito de empresas emergente engloba as pequenas e médias empresas, sendo esta ponderação de tamanho, geralmente percebida pelo faturamento, patrimônio ou número de funcionários. Para este trabalho serão considerados os parâmetros utilizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM em sua instrução normativa 209/94, onde empresa emergente é toda empresa que possua faturamento líquido inferior a R\$ 100 milhões no ano anterior à realização do investimento e que não faça parte de grupo econômico com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 200 milhões.

Os canais de financiamento das empresas emergentes são notadamente privados, sendo restrito o acesso ao mercado aberto (BERGER e UDELL, 1998). Segundo Schmitt Jr. (2002), isso se dá pelo baixo nível de informações disponíveis dentro destas empresas, reduzindo o a sua confiabilidade e reputação entre investidores e emprestadores. O investimento, em um ambiente com tal assimetria de informações, exige a participação de intermediários notadamente capacitados a analisar o negócio, avaliar os riscos e até mesmo orientar e monitorar a empresa. No caso das empresas emergentes, tais intermediários podem ser instituições financeiras e gestores de *Venture Capital*, sendo o primeiro de maior custo, uma vez que existe a cobrança do *spread* bancário da operação.

### 3. INVESTIMENTOS DE VENTURE CAPITAL

O *Venture Capital* é o investimento no qual pessoas, direta ou indiretamente, investem em empresas através de valores mobiliários, sejam ações ou títulos de dívida. Tais investimentos são realizados em empresas emergentes, até mesmo em fases pré-operacionais, que por possuem um diferencial inovador e tecnológico, ou atuam em mercados ou segmentos ainda não explorados, que permitam um crescimento diferenciado destas empresas, gerando retornos aos investidores acima do normal, associados a um risco proporcional.

No Brasil, o conceito de *Venture Capital* vem sendo comumente traduzido como Capital de Risco, estando presente em diversas bibliografias nacionais e traduzidas. O uso desta tradução vem sendo afastada por investidores, gestores e acadêmicos, uma vez que denota um risco, sendo muitas vezes confundida com investimentos especulativos e conseqüentemente sendo mal vista por investidores e recebedores de recursos. Nesta linha, até mesmo a associação de classe da indústria trocou, em 2005, seu nome de Associação Brasileira de Capital de Risco – ABCR, para Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* – ABVCAP.

Brealey e Myers (2005) definem *Venture Capital* como sendo o investimento em patrimônio de jovens empresas de capital fechado. Já a Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP, define *Venture Capital* como:

*“O capital de risco compreende as fases de capitalização que precedem a oferta pública de ações e idealmente acompanha as necessidades crescentes de recursos financeiros, equilibrando riscos e retornos” FINEP, 2001, pág. 13.*

O *Venture Capital* surgiu e se popularizou nos Estados Unidos, tornando-se a partir da segunda guerra mundial um catalisador de novos negócios principalmente baseados em alta tecnologia e inovação. Segundo um estudo de 2000 da *National*

*Venture Capital Association* – NVCA (principal associação norte-americana de *Venture Capital*), as empresas que receberam este tipo de recurso hoje representam 7,4% do PIB norte-americano, 3,3% dos empregos deste país e geram receitas na ordem de US\$ 736 bilhões, dentre estas empresas destacam-se Intel, Fedex, Microsoft, Apple, Compaq e Cisco.

Atualmente, grande parte da atividade de *Venture Capital* no mundo está organizada através de fundos de investimentos, constituídos por pessoas e organizações que administram esses recursos, analisando negócios, fazendo investimentos e realizando desinvestimentos dando liquidez a estes recursos gerando retornos a seus investidores. Estes administradores, ou gestores de fundos de *Venture Capital* podem ser firmas independentes (constituídas apenas para este fim, que administra recursos de investidores individuais e institucionais), ligadas a famílias ou empresas (os quais administram os recursos destas pessoas) e finalmente as companhias ligadas a instituições financeiras.

A constituição de fundos com recursos de terceiros dá aos investimentos de *Venture Capital* uma característica de temporários, ou seja, os investimentos possuem prazos limitados de duração, obrigando os gestores a realizar desinvestimentos, ou seja, alienação do investimento na empresa, a fim de dar liquidez às aplicações e retornar recursos aos investidores dos fundos.

Assim como outros tipos de fundos, a remuneração dos gestores de *Venture Capital* se dá por dois mecanismos: a taxa de administração e a taxa de performance. A taxa de administração é uma taxa a qual o gestor cobra do investidor para gerir seus recursos e administrar o fundo. Geralmente estas taxas são uma percentual dos recursos dos fundos, seja o capital comprometido pelo investidor, o capital investido ou o patrimônio líquido do fundo remunerados periodicamente ao gestor. No Brasil, a prática mais comum varia entre 1% e 4% do capital comprometido na primeira metade do período de duração do fundo, e na segunda metade 1% e 4% do capital investido ou patrimônio líquido do fundo.

A taxa de performance ou sucesso é referente ao retorno dado pelo fundo, ou seja, uma parte do chamado lucro do fundo. O lucro do fundo consiste no retorno superior a uma performance mínima exigida pelo investidor, esta pode ser pré fixada (geralmente um percentual fixo), indexada (correção monetária ou retorno de outro índice como Ibovespa) ou mista. No caso de *Venture Capital*, o vislumbrado no país é uma remuneração fixa, que varia de 6% a 10%, somadas a algum índice oficial de correção monetária.

Segundo Gompers e Lerner, as maneiras mais habituais de desinvestimentos são, em ordem crescente de retorno e decrescente em liquidez, a recompra (onde os sócios da empresa investida recompra a participação ou amortiza a dívida), a venda secundária (quando a venda do ativo é feita a outro investidor ou gestor), a venda estratégica (quando a empresa, como um todo, é vendida para outro investidor ou empresa) e por fim a oferta pública de ações (quando as ações da empresa são negociadas em oferta pública em bolsa de valores). Caso não consiga efetivar nenhum canal de desinvestimento ou a empresa venha a falir, o investidor leva a perda sua aplicação perdendo totalmente ou parcialmente o recurso investido na empresa.

### **3.1 A INDÚSTRIA DE *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL**

A atividade de *Venture Capital* no Brasil é relativamente recente, tendo sua origem ligada a investimentos realizados pelo BNDESPAR (braço de investimentos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES), iniciados em 1973 investindo em empresas dos mais diversos portes. Durante a década de 80 surgiram os primeiros investidores privados. Primeiramente com a BrasilPar e em seguida a CRP Companhia de Participações, mais antigo gestor privado em contínuo funcionamento no país (PAVANI, 2001).

Apenas em 1994 a atividade de *Venture Capital* foi oficialmente reconhecida pelos órgãos reguladores. Neste ano foi criada pela Comissão de Valores Mobiliários, a instrução normativa CVM Nº 209/1994, que regula a criação e a administração dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE. No final da década de noventa, esta regulamentação serviu como base para a criação de diversos fundos de *Venture Capital* focados em investimentos em tecnologia, tais como internet, software e telecomunicações. Este período foi de forte expansão nos investimentos de *Venture Capital* atingindo em 1999 e 2000 seu auge, com investimentos médias de investimentos superiores a US\$ 500 milhões, conforme tabela 1.

**TABELA 1 – Evolução da Indústria de *Venture Capital* no Brasil**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Total Investido (US\$MM)	555	485	385	370	402	452
Gestores de Recursos	20	30	32	34	32	31

Fonte: Censo Brasileiro de PE/VC (2005)

O estouro da “Bolha da Internet” no início dos anos 2000 trouxe grandes perdas para fundos nacionais e internacionais, fazendo com que diversos gestores e fundos internacionais deixassem o país e diversos gestores brasileiros encerrassem suas atividades, resultando na diminuição do mercado no país. Nos anos seguintes a atividade de *Venture Capital* no Brasil passou por uma fase de consolidação e crescimento, se caracterizando pelo pequeno número de investidores, porém melhor posicionados e mais fortes e a entrada de grandes gestores internacionais, tais como AIG Capital, JP Capital e Advent.

Nos últimos dois anos, a indústria de *Venture Capital* passa por uma boa fase apoiada na grande disponibilidade de recursos privados e particulares. Boa parte desses novos recursos é oriunda da entrada dos Fundos de Pensão no mercado, tais como a Fundação Petrobrás de Seguridade Social – PETROS, a Fundação de Assistência e Previdência do BNDES – FAPES e a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, além de maiores aportes de recursos de tradicionais investidores governamentais, como o BNDES e a Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP e a por parte dos gestores de fundos a captação internacional de recursos.

#### 4. AS DEBÊNTURES

Debêntures são títulos de dívida emitidos por empresas constituídas na forma de sociedade anônima. Por se tratar de um instrumento de financiamento de médio ou longo prazo, usualmente as emissões de debêntures visam financiar projetos de investimentos ou o alongamento do perfil da dívida da empresa. No Brasil, a emissão de debêntures é regida pela Lei 6.404, de 15/12/99, a qual estabelece as regras e suas condições. (FORTURNA, 2005).

Segundo Chiesa (1980), debênture é um título de crédito de longo prazo, com remuneração fixa ou variável, emitido por sociedade por ações a título de empréstimos. Já a legislação brasileira, no artigo 52 da lei 6.404/76, define as debêntures como títulos de dívida em moeda nacional que conferem aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado. A lei permite que uma empresa realize mais de uma emissão e cada uma das emissões podem ser divididas em séries.

Brealey e Mayers (1992) definem as debêntures como títulos de dívida de longo prazo sem garantias reais, porém preferenciais em relação aos acionistas. Francis (1990) denomina-as como *unsecured bonds*, ou seja, sem garantias preferenciais sobre nenhum ativo da empresa. Tais denominações são provenientes da característica das debêntures no mercado norte-americano. Tais conceitos podem não ser aplicados no Brasil, uma vez que a legislação brasileira define os tipos de garantias possíveis das debêntures: reais, flutuantes, quirografárias ou subordinadas (FORTUNA, 2005).

As debêntures com garantias reais possuem bens do ativo da companhia emissora ou de terceiros que garantem direitos creditórios dos titulares das debêntures. Neste caso, o valor total da emissão deve ser no máximo 80% do valor total destes bens. Tais ativos não podem ser negociados antes do vencimento dos

títulos. Já as garantias flutuantes permitem a negociação dos bens que a compõem, porém a limitação do valor das emissões deve ser inferior a 70% do valor dos bens.

Em emissões com garantias sem preferências ou quirografárias, os debenturistas concorrem em igualdade de condições com os demais credores quirografários da companhia, não existindo nenhuma garantia real aos detentores do título. Neste caso, o capital social da empresa é o valor limite para a emissão. O único caso onde não existem limitações quanto ao valor das emissões, é o de garantias subordinadas, onde o detentor do título abdica de concorrer com os demais credores da companhia, tendo preferência somente perante os acionistas da empresa.

A emissão de debêntures se dá após aprovação da assembléia geral, a qual define as mais variadas características do título, tais como o valor da emissão, sua divisão em séries, as garantias, a conversibilidade, o vencimento, a remuneração e o modo de colocação destas. Isso faz com que as debêntures sejam bastante flexíveis quanto as suas características'. Todas estas características devem estar dispostas na escritura de emissão, documento legal que defina as condições as quais estas debêntures foram emitidas (FORTUNA, 2005).

As emissões das podem ser públicas ou privadas (particulares). As emissões privadas são aquelas a qual a empresa emissora molde e emite o título de acordo com os interesses de um grupo restrito ou único comprador. Já as emissões públicas são voltadas a quaisquer compradores interessados no título. Neste caso, o parágrafo primeiro do artigo 61 da lei 6.404/76, compulsoriamente será designado um agente fiduciário dos debenturistas, o qual tem o papel de zelar pelos direitos do conjunto de debenturistas, informando-os através de um relatório anual fatos relevantes ocorridos durante o exercício relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia emissora, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se for o caso.

Apesar de poderem ser negociadas em bolsa de valores, normalmente debêntures são negociadas em mercado de balcão (fora das Bolsas de Valores),

com a intermediação de bancos de investimentos, bancos múltiplos com carteira de investimento, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos credenciados pela CVM. A negociação de debêntures em mercado de balcão foi simplificada através da criação, em junho de 1998, do SND (Sistema Nacional de Debêntures) com o objetivo de registrar a emissão, permitir a negociação, custódia e a liquidação financeira de operações realizadas com debêntures no mercado de balcão brasileiro. Atualmente, a maioria das emissões públicas de debêntures é registrada no SND, devido às facilidades que o sistema oferece para a negociação dos títulos em mercado.

As debêntures têm como importante característica a ausência de intermediação bancária em operações privadas. Tal característica tende a diminuir o seu custo para as empresas e gerar maiores retornos aos investidores, uma vez que a diferença das taxas de remuneração e juros, *spread*, cobrada por instituições financeiras, não existe, tornando a taxa de juros algo entre a remuneração de poupança bancária e o juro cobrado pelo o banco para um empréstimo semelhante. Em operações públicas é compulsória a contratação de uma instituição financeira para coordenar o processo de lançamento destas debêntures.

A data de vencimento da emissão das debêntures deverá ser determinada na sua escritura. A companhia também poderá emitir debêntures sem data de vencimento determinada, também conhecidas como debêntures perpétuas, as quais apenas remuneram os credores com juros e outras participações variáveis, não existindo o resgate do principal. Nas debêntures perpétuas o vencimento ocorre somente nos casos de não-possibilidade de pagamento de juros e de dissolução da companhia, ou de outras condições previstas na escritura de emissão.

A empresa emissora do título pode constituir um Fundo de Amortização, instrumento contábil o qual é constituído de forma a possibilitar contabilmente a amortizações das debêntures. Geralmente, o Fundo de Amortização é constituído a partir da destinação de parte do resultado da empresa, conforme previsto em acordo jurídico ou estatuto da empresa.

O resgate de uma emissão de debêntures pode ser feito através de vários mecanismos, que deverão estar descritos na escritura de emissão. O resgate implica na liquidação das debêntures resgatadas, ou seja, o pagamento do principal. Este resgate pode ser antecipado facultativo ou resgate obrigatório, ainda podendo existir cláusulas de repactuação e recompra.

A legislação brasileira prevê o resgate antecipado facultativo (*call option*), um mecanismo que permite o emissor das debêntures, a qualquer momento, promover o resgate total ou parcial dos títulos em circulação. A cláusula da escritura de emissão que prevê o resgate antecipado facultativo não necessariamente determina o prazo e as quantidades a serem resgatadas, ficando a cargo do emissor a decisão dos prazos e do volume de debêntures a serem resgatadas antecipadamente. No caso de resgate parcial, o mesmo deve ser efetuado através de um sorteio. Quando não são estipuladas épocas exatas para o resgate antecipado facultativo, ficando o emissor com a prerrogativa de resgatar os títulos a qualquer momento, os debenturistas são avisados de sua intenção com uma pequena antecedência, normalmente de 15 a 30 dias.

O resgate obrigatório ou recompra obrigatória (*put option*) permite ao debenturista ter suas debêntures resgatadas ou recompradas pelo emissor em determinadas datas e em quantidades previamente descritas na escritura de emissão. Também constará da escritura de emissão o procedimento de resgate ou recompra, caso o mesmo seja feito parcialmente.

A cláusula de repactuação permite a renegociação das condições de remuneração dos títulos em uma data pré-determinada, visando adequar as condições de remuneração das debêntures numa data futura, onde os debenturistas, representados pelo agente fiduciário, e a companhia emissora negociam novos termos de remuneração. Caso alguns dos debenturistas não concordem com os termos negociados, o emissor é obrigado a resgatar ou recomprar, conforme o caso, as debêntures de sua propriedade, acrescidas das condições de remuneração anteriores a repactuação.

Adicionalmente, é facultado à companhia emissora adquirir debêntures em circulação, por preço não superior ao saldo de seu valor nominal unitário não amortizado, acrescido das condições de remuneração das debêntures. Nesta hipótese, as debêntures que eventualmente vierem a serem adquiridas pela companhia emissora poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria ou serem novamente colocadas em mercado.

#### **4.1 AS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS**

As debêntures conversíveis em ações possuem todas as características básicas de uma debênture simples, porém dão a opção de serem trocadas por ações da empresa emissora, de acordo com as regras estabelecidas na escrituração da emissão do título. Fortuna (2005) descreve os títulos conversíveis como um título que permite transferir o que era dívida em participação. Brealey e Mayers (2005) defendem que os títulos conversíveis dão ao seu portador o direito de trocá-las por ações.

As três características essenciais de uma debênture conversível é o prazo de conversão, índice de conversão e o preço de conversão, sendo estes dois últimos diferentes fatores de uma mesma equação. Entende-se como índice de conversão como o número de ações que cada obrigação deve ser convertida; já o preço de conversão é a razão entre o valor do título e o índice de conversão, ou seja, a valorização de cara ação no momento da conversão. O prazo de conversão apresenta a data a partir da qual o portador terá direito a exercer sua opção de conversão. Em algumas operações, este prazo pode ser igual a zero, ou seja, podem ser convertidas a qualquer momento após a emissão (BREALEY & MAYERS, 2005).

As debêntures conversíveis, assim como outros títulos de dívida conversíveis em ações, são consideradas dívidas híbridas, ou seja, além de ter características de

uma dívida comum que adicionalmente oferece uma outra possibilidade de ganho relativa a uma participação acionária. Este ganho ocorre quando, no momento da conversão, o preço de conversão é menor que o valor de mercado da ação. Quanto maior a diferença dos dois preços, maior é o ganho do debenturista. Por fornecerem esta possibilidade de ganho adicional, os títulos conversíveis em ações, tendem a ter taxas de juros menores do que os títulos de dívida simples (BRENNAN & SCHWARTZ, 1977)

Com exceção dos títulos de conversão obrigatória, títulos que são convertidos automaticamente após um período (BREALEY & MAYERS, 2005), o debenturista somente irá realizar a conversão caso o preço de conversão seja superior ao de mercado da ação. Caso contrário, o detentor do título vai optar por receber seu principal de volta. Esta possibilidade faz com que as debêntures conversíveis seja uma opção mais conservadora se comparada à aquisição direta de ações, uma vez que a primeira protege o investidor de possíveis quedas no mercado acionário, mesmo podendo usufruir os ganhos em caso de alta (VEISMAN, 1995).

Em empresas de capital fechado, o julgamento de conversão ou não-conversão é prejudicado pela inexistência de parâmetros simétricos para a comparação do preço de conversão e o preço de mercado da ação. No caso de empresa de capital aberto, ou seja, negociado em bolsa de valores, o valor de mercado é facilmente observado no preço da ação negociada no pregão da bolsa de valores, o que não ocorrem nas empresas de capital fechado, exigindo uma *valuation* do papel, o que pode gerar diversas interpretações diferentes.

As debêntures conversíveis, assim como as simples, são bastante flexíveis quanto as suas utilizações e características, permitindo variações e condicionamentos em suas características básicas. Uma das variações, por exemplo, é o condicionamento da taxa de conversão à performance da empresa, alinhando os interesses dos sócios e dos debenturistas.

## 5. MÉTODO

O trabalho desenvolveu-se em duas partes. Na primeira foi realizada uma revisão bibliográfica referente a financiamento e estrutura de capital com foco nas empresas emergentes e do estado da arte no mercado internacional e brasileiro de debêntures conversíveis e de *Venture Capital*. A segunda parte envolveu uma pesquisa de campo exploratória entre um grupo de gestores de *Venture Capital* atuantes no Brasil.

As perguntas do questionário elaborado têm como grande objetivo compreender os motivadores dos gestores quanto à escolha do mecanismo de investimento utilizado nos aportes em empresas emergentes. Adicionalmente é questionado o modo de utilização das debêntures conversíveis nestes investimentos e sua representatividade em relação a outros mecanismos.

A pesquisa de campo, realizada em amostra aleatória no mês de maio de 2006, foi respondida por quatro gestores de *Venture Capital*, que juntos administram recursos na ordem de R\$ 250 milhões neste tipo de investimento e de acordo com o Censo nacional da indústria representam 13% dos investidores de *Venture Capital* e *Private Equity* (investimentos de maior volume, orientados a empresas grandes – faturamento acima de R\$ 100 milhões) no Brasil. Se considerada somente a amostra de gestores de *Venture Capital* este percentual gira em torno de 20% a 30% do total no país.

## 6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo tem como objetivo detalhar e analisar os dados obtidos na pesquisa de campo realizada com um grupo de quatro gestores de *Venture Capital* atuantes no Brasil. A amostra utilizada foi definida por conveniência, porém é de grande representatividade no cenário nacional, abrangendo alguns dos maiores e mais tradicionais gestores do país.

### 6.1 O QUESTIONÁRIO

O questionário tinha como objetivo captar a realidade observada e a percepção da eventual utilização das debêntures conversíveis no Brasil pelos gestores de investimentos de *Venture Capital*. Para tanto, o questionário utilizado na pesquisa era composto por 14 perguntas sendo:

- 7 questões independentes de múltipla escolha, que permitia múltiplas respostas, sendo que 3 permitiam o acréscimo de uma alternativa de resposta por parte do entrevistado;

- 1 questão vinculante de múltipla escolha que permitia múltiplas escolhas e o acréscimo de uma alternativa de resposta por parte do entrevistado

- 1 questão com 6 perguntas com respostas sim ou não

- 5 questões quantitativas

## 6.2 A ANÁLISE

As primeiras quatro questões visavam determinar o universo dos investimentos em debêntures conversíveis no país. O estudo mostra que apenas 16% dos investimentos realizados pelos gestores estudados foram realizados através de debêntures conversíveis, e os restantes 84% realizados através de capital próprio, sejam ações ou quotas, e nenhum dos gestores realiza investimentos em dívida simples ou outro tipo de investimento (nos EUA as *Warrants* e bônus de subscrição são utilizados no financiamento de *Venture Capital*). Dos entrevistados, apenas um deles nunca realizou investimento em debêntures conversíveis. Este dado comprova o primeiro aspecto abordado, de que ainda é baixa a utilização deste mecanismo de investimento no país.

A questão de número cinco, a primeira qualitativa chamou a atenção pela variação nas respostas apresentadas. De acordo com os gestores entrevistados, os principais motivadores para a utilização de debêntures conversíveis são a discordância em relação ao valor da empresa (*valuation*), a redução de riscos de contingências, a estratégia de preservação de patrimônio do gestor, o perfil gerador de caixa da empresa e por fim a busca do benefício fiscal, esta última adicionada de forma descritiva por um dos entrevistados.

Em relação à discordância quanto ao valor da empresa, o investimento por debênture conversível evita ou posterga este tipo de discussão, uma vez que não é necessário em um primeiro momento o acordo em relação à valorização da empresa, e conseqüentemente a participação que o gestor deterá na empresa. Neste caso a índice de conversão (que definirá a participação societária detida pelo investidor após a conversão) pode ser discutido somente quando a conversão for realizada, teoricamente um momento onde as assimetrias de informações entre empresa investida e investidor são menores, ou então este pode ser atrelado a alguma performance da empresa conforme previsto na escrituração da debênture.

A redução dos riscos de contingência se dá pela caracterização do investidor como credor da empresa e não sócio, portando excluindo ou reduzindo significativamente a possibilidade do investidor ser considerado solidário em processos trabalhistas, fiscais, cíveis e até penais. A escolha das debêntures conversíveis como estratégia de preservação de patrimônio se dá pela maior liquidez deste título se comparado às ações destas empresas, uma vez que mesmo sem alternativas de desinvestimento, como a venda da empresa toda ou abertura de capital, o investidor pode recuperar o capital investido. Além disso, conforme citado anteriormente, o debenturista possui preferência em relação aos acionistas em caso de liquidação da empresa.

A maior parte dos ganhos dos investimentos de *Venture Capital* se dão no momento do desinvestimento, ou seja, na venda da participação detida pelo investidor, porém alguns investimentos são realizados em empresas com alto perfil gerador de caixa, mas com baixo potencial de ganho no desinvestimento. Neste caso as debêntures conversíveis são aplicadas com formato de remuneração baseado em participação nos resultados da empresa ou dividendos distribuídos aos sócios. Tal característica é comprovada quando alinhamos às respostas de um investidor que respondeu que utiliza às debêntures conversíveis para investimentos de perfil gerador de caixa e ao mesmo tempo utiliza parte dos dividendos distribuídos como a remuneração da debênture.

A adição do benefício na utilização das debêntures de ganhos fiscais comprova um dos principais aspectos da estrutura de capital da empresa, no que diz respeito à utilização do financiamento de capital de terceiros como mecanismo de redução na tributação, uma vez que o pagamento da remuneração das debêntures, assim como de qualquer dívida, é considerado despesa, reduzindo o lucro tributável, conforme explicado na revisão teórica.

Na sexta questão que busca os motivadores para a utilização do investimento em ações em detrimento das debêntures conversíveis as respostas mais significativas foram relativas à escolha do investidor, à estrutura de capital das empresas e a decisão da empresa investida. A primeira, afirmando que os gestores

realizam investimentos em ações por opção do investidor do fundo, não apresenta explicações claras e conclusivas, necessitando um trabalho junto aos investidores para compreendermos as razões pela preferência de mecanismos convencionais em detrimento das debêntures conversíveis. Analisando esta questão de outra perspectiva, a indicação da preferência do investidor não é condizente com as respostas apresentadas na questão de número oito, relativa à alçada decisória do tipo de investimento, onde 75% dos entrevistados afirmaram que a decisão final do mecanismo de investimento é da equipe gestora. Uma explicação plausível é relacionada ao poder de influência do investidor na decisão final do gestor, ou seja, mesmo possuindo o poder para decidir, os gestores preferem não entrar em conflito com os investidores do fundo. Esta realidade é diferente da encontrada nos Estados Unidos, onde o investidor pouco influencia nas decisões relativas a investimento, ficando estas por conta do gestor.

Quanto à utilização de ações no investimento em empresas emergentes devido à estrutura de capital destas, temos que levar em consideração todos os aspectos abordados relativos à combinação da utilização de capital próprio e capital de terceiros. Neste aspecto, a abordagem de Brealey e Myers, de que a escolha da estrutura de capital da empresa é uma questão de marketing, uma vez que esta influência no valor da empresa dada a sua capacidade ou não de ser atraente para outros investidores, se encaixa perfeitamente com os objetivos do investimento de *Venture Capital*, uma vez que este, na maioria dos casos, só obtém sucesso no momento do desinvestimento. Em suma, o investidor irá buscar com que a empresa tenha uma estrutura de capital o mais atraente possível para outros investidores (seja outros investidores financeiros ou empresas no caso de aquisições) fazendo com que a empresa obtenha o maior valor possível e conseqüentemente o maior retorno a ele.

Esta mesma realidade é apresentada como motivador para a realização da conversão do investimento, uma vez que todos os investidores que já a realizaram, apontam a estrutura de capital como o aspecto mais importante no momento da decisão.

Um dos gestores enfatizou a decisão da empresa investida como ponto principal na não utilização das debêntures conversíveis. A questão seguinte, vinculante a esta, mostra que a empresa investida optou por receber investimento em ações em detrimento das debêntures conversíveis por desconhecerem este mecanismo de financiamento. A opção de alguns empresários pelo investimento em capital próprio não chega a descaracterizar a teoria de *pecking order*, uma vez que a amostra é pequena e com viés, uma vez que só se refere a empresas que efetivamente se dispuseram a receber investimentos de Venture Capital, um perfil ainda destoante da realidade das pequenas e médias empresas brasileiras.

Em relação ao tipo de remuneração exigida, todos os gestores responderam que utilizam algum índice de correção monetária, isso se dá pela mesma indexação existente na taxa de performance do gestor, conforme visto na revisão teórica. Nesta mesma questão também foi citada remuneração fixa, participação nos resultados da empresa e participação nos dividendos distribuídos aos sócios. Isto se dá pela prevista flexibilidade na remuneração das debêntures, uma das características mais importantes destas. Quanto à periodicidade da remuneração, alvo de pesquisa da questão número treze, às respostas foram absolutamente variáveis, podendo ser trimestrais, semestrais e anuais.

Todos os gestores declararam que não exigem nenhum tipo de garantia nos investimentos por debênture conversível, mesmo com a previsão na legislação brasileiras de alguns tipos de garantias. Isso ratifica a posição teórica das debêntures como títulos de dívida que não exigem garantias (em inglês *unsecured bonds*) sobre nenhum ativo real da empresa.

A décima quarta e última questão era composta por 6 perguntas com resposta sim ou não e abordava algumas características das debêntures conversíveis previstas na legislação brasileira. Dos gestores que já haviam utilizado debêntures conversíveis, todos forneceram as mesmas respostas, afirmando que dentre as características questionadas, utilizavam apenas a constituição do fundo de amortização e da a opção de resgate antecipado. Conseqüentemente, todos

afirmaram não utilizar cláusulas de repactuação, agente fiduciário, conversão obrigatória e conversão como opção da emissora.

A utilização do Fundo de amortização é totalmente compreensível, uma vez que este é o mais eficiente mecanismo contábil e legal que assegure o resgate do valor investido. Já a opção de resgate antecipado, bem como a não utilização da conversão obrigatória ou como opção da empresa, todas de absoluta vantagem para o investidor, condiz com a fraca posição de negociação e exigências da empresa, dada à escassez deste tipo de recursos para empresas emergentes no país. Quanto a não eleição de agente fiduciário é compatível à realidade destes investimentos: emissões privadas de único investidor, portanto, o relacionamento entre o emissor e o debenturista é dado diretamente.

## 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O cruzamento das informações destacadas na pesquisa teórica com os dados empíricos constantes no trabalho permite comprovar elementos relacionados às teorias das finanças na utilização das debêntures conversíveis pelos gestores de *Venture Capital* no país. As principais características deste tipo de investimento e das debêntures conversíveis, alinhadas com teorias de sobre financiamento e estrutura de capital, destacadas ao longo da revisão teórica do trabalho foram destacadas e testadas ao longo do trabalho, principalmente na pesquisa de campo, comprovando que esta se fazia necessária.

Podemos destacar algumas conclusões gerais sobre os temas abordados bem como sobre a realização do trabalho:

- 1) Os gestores de *Venture Capital* no Brasil conhecem e utilizam às debêntures conversíveis, porém sua utilização ainda é reduzida se comparada com a utilização de financiamento por ações;
- 2) Quando da utilização os gestores fazem uso de algumas características das debêntures conversíveis para mitigar riscos e entraves para investimentos de *Venture Capital*, com destaque para a discordância quanto ao valor da empresa, o risco de futuras contingências e poucas oportunidades de desinvestimento;
- 3) O perfil das empresas investidas ainda é o maior entrave para a utilização das debêntures conversíveis principalmente pelo que diz respeito à estrutura de capital da empresa;
- 4) Os empresários possuem pouco conhecimento do mecanismo, bem como possuem pouca margem de negociação para aspectos que não trazem benefícios aos investidores;

- 5) A estrutura de capital é um aspecto decisivo para o investimento de *Venture Capital*, uma vez que este foi o principal aspecto no que diz respeito à escolha do mecanismo de investimento bem como à realização da conversão das debêntures;
- 6) Os investidores que aplicam seus recursos em fundos de *Venture Capital* possuem uma importante influência na decisão do gestor no que diz respeito ao mecanismo de financiamento a ser utilizado.

É importante salientar que a amostra utilizada, apesar da relevância, ainda é pequena, portanto se faria necessário um estudo mais amplo ou até mesmo um censo, aliados a entrevistas em profundidade para termos conclusões mais amplas e incisivas. Bem como se faz necessário uma pesquisa de maior escopo, envolvendo não somente os gestores, mas também, investidores, empresas investidas, empresas que não receberam investimentos e outros participantes desta indústria, permitindo assim, uma visão realmente clara dos temas abordados neste trabalho.

## 8. REFERÊNCIAS

BASCHA, Andreas, WALZ, Uwe Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. **Journal of Corporate Finance** 7 (2001) 285 - 306, Londres, Elsevier.

BERGER, Allen N. e UDELL, Gregory F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. **Journal of Banking and Finance**, v. 22 (6-8), p. 613-73, 1998.

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

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

BREALEY, Richard A.; & MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas Financiamento e Gestão de Risco**. Bookman, 2005.

BRENNAN, Michael J.; SCHWARTZ, Eduardo. Convertible Bonds Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion. **The Journal of Finance**. V. XXXII, nº5, dez. 1977, p 1699-1715.

CARVALHO, Antonio Gledson; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro, Centro de Estudos de Private Equity – CEPE, 2005.

CHIESA, Dirceu A. O Mercado Financeiro. Porto Alegre, Sulina, 2º ed., 1980.

CUMMINGS, Douglas. Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Volume 30 - Mar 2006 P 155.

FINEP, 2001. Projeto INOVAR. Ações e Resultados. Setembro 2001.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. Sétima edição, 1997. Editora Harbra, São Paulo.

GOMPERS, Paul e LERNER, Josh. The Venture Capital Cycle. The Mit Press: Cambridge, Massachusetts, USA, 1999.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H.. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the theory of investment. **American Economic Review** 48, 1958, p 261-297.

NVCA – National Venture Capital Association, 2001. New Study Documents 4 .3 Million Jobs and \$ 736 Billion in Annual Revenues Created by Venture Capital Investments, in <http://www.nvca.com/>, em 02/05/2006.

PAVANI, Claudia. Condições para a estruturação de uma indústria de capital de risco no Brasil. **Dissertação de Mestrado COPPE/UFRJ**, Rio de Janeiro, 2002.

PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução e Perspectivas**. Rio de Janeiro, E-papers, 2001.

SCHMITT JR., Dalton Financiamento de Pequenas e Médias Empresas: Aspectos do Processo de Decisão Empresarial e o Instrumento de Capital de Risco. **Dissertação de Mestrado PPGA/UFRGS**, Porto Alegre, 2002.

VEISMAN, Eduardo Debêntures Conversíveis em Ações no Brasil: São Conversíveis de Fato? **Dissertação de Mestrado PPGA/UFRGS**, Porto Alegre, 1995.

## 9 – ANEXOS

### 9.1 – Questionário

#### Dados da Gestora

Nome/Razão Social:

Ano de Fundação:

Patrimônio Administrado:

Número investimentos realizados:

#### Dados da pessoa que preencheu o questionário

Nome:

Posição/Cargo:

#### Questões Relativas aos Investimentos

(Em número de investimentos)

- 1 - Investimentos realizados em Ações/Quotas:
- 2 - Investimentos realizados em Dívida Simples:
- 3 - Investimentos realizados em Debêntures Conversíveis:
- 4 - Investimentos realizados através de outros mecanismos: 
  - Quais foram estes outros mecanismos?
- 5 - Quais foram os dois principais motivadores na utilização das Debêntures Conversíveis:
  - a) Discordância em relação ao valor da empresa (*Valuation*):
  - b) Reduzidas opções de desinvestimento:
  - c) Redução de futuras contingências / *liabilities*:
  - d) Estratégia de preservação do patrimônio:
  - e) Investimento com perfil gerador de caixa (*Cash Cow*):
  - f) Escolha/preferência da empresa investida:
  - g) Mitigação dos riscos de inadimplência pelas garantias:
  - h) Busca de um ganho adicional além dos juros cobrados:
  - i) Outro(s):
- 6 - Quais os dois principais motivadores para investimentos em ações/quotas em detrimento às debêntures conversíveis:
  - a) Escolha/preferência da empresa investida:
  - b) Praticidade e menor burocracia:
  - c) Estrutura de Capital da empresa Investida:
  - d) Menor força de execução legal/ jurídica (*enforcement*):
  - e) Escolha/prefêrencia do investidor ou comitê de investimentos:
  - f) Outro(s):

**7 - Caso você tenha assinalado a alternativa (a) na questão 6, qual fator você acredita que foi mais importante na decisão da empresa investida:**

- a) Capacidade de pagamento da empresa: (  )  
 b) Aversão a financiamento através de capital de terceiros: (  )  
 c) Busca de um maior alinhamento dos interesses da empresa e do investidor: (  )  
 d) Acreditar que o capital de terceiro é mais caro que o capital próprio: (  )  
 e) Exigência de terceiros (ex. bancos, credores e financiadoras): (  )  
 f) Desconhecimento do funcionamento das Debêntures Conversíveis: (  )  
 g) Outro(s):

**8 - Qual destas figuras possui o papel mais decisivo na escolhad do mecanismo de investimento a ser utilizado?**

- a) Equipe executiva do gestor: (  )  
 b) Investidor(es): (  )  
 c) Comitê de Investimentos: (  )  
 d) Empresa Investida: (  )  
 e) Conselheiros jurídicos/advogados: (  )

**9 - Quantos investimentos em debêntures conversíveis foram convertidos em ações:**

**10 - Quais os dois principais motivos que levaram o gestor a realizar a conversão:**

- a) Reorganização da estrutura de capital da empresa: (  )  
 b) A conversão era obrigatória: (  )  
 c) A conversão era opção da empresa / sócios: (  )  
 d) Excelente performance da empresa: (  )  
 e) Entrada de um novo sócio / investidor: (  )  
 f) Surgimento de uma oportunidade de desinvestimento: (  )  
 g) Outra (s):

**11 - Quais os principais tipos de remuneração das debêntures conversíveis:**

- a) Correção Monetária (IGP-M, IPCA...): (  )  
 b) Variação Cambial (Dólar, Euro...): (  )  
 c) Juros Fixos: (  )  
 d) Juros Variáveis (TJLP, SELIC, TR...): (  )  
 e) Parte dos dividendos igual à participação acionária em caso de conversão: (  )  
 f) Participação direta no Lucro Líquido ou EBITDA: (  )  
 g) Remuneração Simbólica: (  )

**12 - Qual é a periodicidade da remuneração da debênture:**

- a) Mensal: (  )  
 b) Trimestral: (  )  
 c) Semestral: (  )  
 d) Anual: (  )

**13 - Quais garantias são utilizadas nos investimentos em debênture conversíveis:** As ações nas quais são conversíveis.

- a) Nenhum tipo de garantia: (  )  
 b) Garantias Reais: (  )  
 c) Garantias Flutuantes: (  )  
 d) Garantias Quirografárias: (  )  
 e) Garantias Subordinadas: (  )

**14 - Nos investimentos realizados através de Debêntures Conversíveis, a gestora:**

- a) Exige a constituição de um Fundo de Amortização? (  ) SIM (  ) NÃO  
 b) Exige a opção de realizar resgate antecipado (*Call Option*)? (  ) SIM (  ) NÃO  
 c) Exige cláusulas de repactuação (alterações em prazos)? (  ) SIM (  ) NÃO  
 d) Elege um agente fiduciário? (  ) SIM (  ) NÃO  
 e) Utiliza conversão obrigatória? (  ) SIM (  ) NÃO  
 f) A conversão é opção da empresa / sócios? (  ) SIM (  ) NÃO

## 9.2 – RESPOSTAS

	Gestor A	Gestor B	Gestor C	Gestor D
<b>Questão 1</b>	19	4	11	2
<b>Questão 2</b>	0	0	0	0
<b>Questão 3</b>	3	2	2	0
<b>Questão 4</b>	0	0	0	0
<b>Questão 5</b>	a) - c)	a) - e)	d) – i) Benefício Fiscal	-
<b>Questão 6</b>	b) - e)	b) - c)	a) - c)	c) - e)
<b>Questão 7</b>	-	-	f)	-
<b>Questão 8</b>	a)	a)	b)	a)
<b>Questão 9</b>	2	1	0	-
<b>Questão 10</b>	a) - e)	a)	-	-
<b>Questão 11</b>	a) - c) - f)	a) - c) - e)	a)	-
<b>Questão 12</b>	b)	c)	c)	-
<b>Questão 13</b>	a)	a)	a)	-
<b>Questão 14</b> (marcadas com sim)	a) - b)	a) - b)	a) - b)	-

Rua Benjamin Camozato, nº 80  
 Bairro Ipanema, Porto Alegre – RS  
 Telefone (51) 8124-2539  
 Fax (51) 3263-1945  
 Email: gutojaa@yahoo.com.br

# José Augusto Albino

---

## Informações pessoais

- Estado civil: Solteiro
- Nacionalidade: Brasileiro/Italiano
  - Idade: 22 anos
  - Naturalidade: São Paulo, SP

## Formação

2001 – jul/2006 UFRGS – Escola de Administração  
 Porto Alegre, RS

- Graduando no Curso de Administração, ênfase Finanças

## Experiência profissional

2005 – Atual **CRP Companhia de Participações**  
[www.crp.com.br](http://www.crp.com.br)  
 Porto Alegre, RS

- Analista de Investimentos Jr.
  - Análise de planos de negócios
  - Análise de retorno financeiro das operações
  - Estudos de mercado e setoriais
  - Auxílio em Fusões & Aquisições

2004 - 2005 Tribunal de Contas do Estado / RS  
 Porto Alegre, RS

- Estagiário no setor Financeiro
  - Pagamentos e controles de contas
  - Rotinas de licitações
  - Elaboração e controle de contratos

2001 - 2003 AIESEC em Porto Alegre  
[www.aiesec.org.br](http://www.aiesec.org.br)  
 Porto Alegre, RS

- Membro Voluntário
  - Organização de eventos

- Planejamento
- Elaboração de Orçamento
- Gestão de Time
- Vendas e Captação de Recursos

### **Idiomas**

Inglês - Excelente

- Cultura Inglesa, Petrópolis, RJ
- Bell School, Saffron Walden, Reino Unido

Espanhol – Básico

- Wizard Idiomas, Porto Alegre, RS

### **Informática**

Window 95, 98, 2001 e XP

- Nível: Avançado

MS Office (Word, Excel, PowerPoint e Access)

- Nível: Avançado

Internet (Windows Explorer e Email)

- Nível: Avançado

### **Cursos, Congressos e outras atividades**

Analista de Investimentos para o Programa de Apoio a Empresas – PAPPE

- FAPERGS / FINEP - 2005

Facilitador do Programa “Vantagens de Permanecer na Escola”

- Junior Achievement - 2004

Curso de Derivativos e Opções - 2004

- XP Investimentos

Congresso Nacional ABAMEC 2002 – Porto Alegre, RS

Curso Análise Gráfica Técnica – 2001

- InvestShop - Gil Deschatre

**Lista das atividades de ensino do aluno avaliadas pelo curso vigente no período letivo.**

**HISTÓRICO AVALIADO  
ADMINISTRAÇÃO - ÁREA FINANÇAS - DIURNO - 2006/1**

Ano Semestre	Atividade de Ensino	Cre- ditos	Con- ceito	Caráter	Situação
2006/1	ESTÁGIO FINAL EM FINANÇAS (ADM01198)	12	-	Obrigatória	Matriculado
2006/1	POLÍTICA EMPRESARIAL (ADM01127)	4	-	Obrigatória	Matriculado
2006/1	SISTEMAS DE INFORMAÇÕES GERENCIAIS (ADM01160)	4	-	Obrigatória	Matriculado
2005/2	ESTÁGIO SUPERVISIONADO III - ADM (ADM01194)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2005/2	ESTÁGIO: VISÃO SISTÊMICA DAS ORGANIZAÇÕES (ADM01003)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2005/2	ORÇAMENTO OPERACIONAL (ADM01174)	2	C	Obrigatória	Habilitado
2005/2	PLANEJAMENTO FINANCEIRO (ADM01157)	2	B	Obrigatória	Habilitado
2005/2	RELAÇÕES DO TRABALHO (ADM01156)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2005/1	ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS (ADM01131)	4	A	Eletiva	Habilitado
2005/1	ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DE LONGO PRAZO (ADM01140)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2005/1	ANÁLISE MACROECONÔMICA (ECO02273)	4	C	Eletiva	Habilitado
2005/1	GESTÃO DE TESOURARIA (ADM01171)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2005/1	PESQUISA OPERACIONAL I (ADM01120)	-	FF	Eletiva	Não habilitado
2004/2	ADMINISTRAÇÃO DE MARKETING (ADM01142)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2004/2	ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS MATERIAIS (ADM01010)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2004/2	ADMINISTRAÇÃO E GOVERNO DO BRASIL E ESTÁGIO I (ADM01188)	-	-	Obrigatória	Cancelado
2004/2	ADMINISTRAÇÃO E GOVERNO DO BRASIL E ESTÁGIO I (ADM01188)	6	B	Obrigatória	Habilitado
2004/2	ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DE CURTO PRAZO (ADM01139)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2004/2	ECONOMIA BRASILEIRA (ECO02209)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2004/2	PLANEJAMENTO E CONTROLE DA PRODUÇÃO (ADM01137)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2004/1	ANÁLISE MICROECONÔMICA II (ECO02208)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2004/1	ESTRUTURA E INTERPRETAÇÃO DE BALANÇOS (ECO03341)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2004/1	INTRODUÇÃO AO MARKETING (ADM01141)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2004/1	MATEMÁTICA FINANCEIRA - A (MAT01031)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2004/1	MOEDA E BANCOS I (ECO02231)	4	C	Eletiva	Habilitado
2004/1	ORGANIZAÇÃO DA PRODUÇÃO (ADM01136)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2003/1	ESTATÍSTICA GERAL II (MAT02215)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2003/1	FILOSOFIA E ÉTICA NA ADMINISTRAÇÃO (ADM01009)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2003/1	INSTITUIÇÕES DE DIREITO PRIVADO E LEGISLAÇÃO COMERCIAL (DIR02203)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2003/1	METODOLOGIA BÁSICA DE CUSTOS (ECO03320)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2003/1	ORGANIZAÇÃO E MÉTODOS E ESTÁGIO I (ADM01187)	6	A	Obrigatória	Habilitado
2002/2	ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS HUMANOS (ADM01144)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2002/2	ANÁLISE MICROECONÔMICA I (ECO02207)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2002/2	DIREITO E LEGISLAÇÃO SOCIAL (DIR04401)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2002/2	ESTATÍSTICA GERAL I (MAT02214)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2002/2	INTRODUÇÃO À CIÊNCIA POLÍTICA (HUM06409)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2002/1	ÁLGEBRA LINEAR E GEOMETRIA ANALÍTICA (MAT01110)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2002/1	INSTITUIÇÕES DE DIREITO PÚBLICO E LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA (DIR04416)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2002/1	INTRODUÇÃO À CONTABILIDADE (ECO03343)	4	C	Obrigatória	Habilitado
2002/1	INTRODUÇÃO À INFORMÁTICA (INF01210)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2002/1	PSICOLOGIA APLICADA À ADMINISTRAÇÃO (ADM01110)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2002/1	SOCIOLOGIA APLICADA À ADMINISTRAÇÃO (ADM01104)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2002/1	TEORIA GERAL DA ADMINISTRAÇÃO (ADM01115)	4	B	Obrigatória	Habilitado
2001/2	CÁLCULO I-B (MAT01102)	6	C	Obrigatória	Habilitado
2001/2	INTRODUÇÃO À SOCIOLOGIA PARA ADMINISTRAÇÃO (HUM04004)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2001/2	INTRODUÇÃO ÀS CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (ADM01185)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2001/2	LÍNGUA PORTUGUESA I A (LET01405)	4	A	Obrigatória	Habilitado
2001/2	TEORIA ECONÔMICA (ECO02206)	4	A	Obrigatória	Habilitado

**CRÉDITOS LIBERADOS**

Ano Semestre	Caráter	Créditos	Observação
2005/2	Complementar	6	Atividades Propostas pelo Aluno res 1/2005 Comgrad/Adm Art 4 item VII(AIESEC - Intercâmbios para Empresas) set/2001 a maio/2002 - Presidente do Comitê Organizador da Convenção Nacional maio/2002 a março/ 2003 documentos em anexo ao proc citado