



Universidade de Brasília
Faculdade de Direito

Gabriel dos Reis Wanissang

**O CONTRATO DE INVESTIMENTO COMO FERRAMENTA DE ALOCAÇÃO DE
CONTROLE ECONÔMICO E GERENCIAL NA INDÚSTRIA DE VENTURE
CAPITAL**

Brasília

2017

Gabriel dos Reis Wanissang

**O CONTRATO DE INVESTIMENTO COMO FERRAMENTA DE ALOCAÇÃO DE
CONTROLE ECONÔMICO E GERENCIAL NA INDÚSTRIA DE VENTURE
CAPITAL**

Monografia apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Bacharel em Direito
pela Universidade de Brasília – UnB.
Orientadora: Professora Ana Frazão

Brasília
2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Nome: WANISSANG, Gabriel dos Reis.

Título: Os Contratos de Investimento como Ferramenta de Alocação de Controle Econômico e Gerencial na Indústria de Venture Capital

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Universidade de Brasília – UnB.

Data da defesa: 03.07.17

Resultado: _____

BANCA EXAMINADORA

Professora Ana Frazão (Orientadora)

Professor Eric Hadmann Jasper

Professor Leandro Gobbo

À/Aos Amigas/os,

Pelos bons momentos e por aguentarem toda essa história

de empreendedorismo e de startups

RESUMO

O crescente sucesso da indústria de Venture Capital atrelado aos grandes marcos estabelecidos com a revolução tecnológica do Vale do Silício tornam o estudo dessa indústria primordial para o paradigma jurídico dos países que almejam desenvolver ambientes propícios à inovação. Desse modo, o foco deste trabalho recai sobre a análise dos mecanismos contratuais utilizados, na indústria de Venture Capital, para alocação de controle econômico e gerencial nas empresas investidas. Assim, a presente pesquisa visa a (i) compreender a origem, os atores e a formação da indústria de Venture Capital; (ii) entender o processo de investimento; (iii) entender os principais problemas enfrentados na relação principal-agente; (iv) abordar os principais instrumentos elaborados nos contratos norte-americanos para mitigar esses problemas e (v) traçar um paralelo entre o cenário norte-americano e o cenário brasileiro.

O trabalho conclui com a importância da compreensão dos incentivos contratuais utilizados e a necessidade de que as diferenças normativas e costumeiras do Brasil não sirvam de impedimento para a aplicação de novas técnicas contratuais para reger relações que dependem de institutos mais arrojados e pouco comuns na literatura e na legislação nacional.

Palavras-chave: private equity; venture capital; investimento; contratos; controle; problemas de agência; investimento anjo;

ABSTRACT

The arising success of the Venture Capital industry together with the great advancements established by the technological revolution at Silicon Valley turned the study of this field imperative to the development of legal infrastructure capable of nurturing innovation. Therefore, the focus of the present work lays upon the analysis of contractual mechanisms applied to allocate economic and managerial control over invested companies. Hence, it's intended to (i) comprehend the origin, agents and the formation of the Venture Capital industry; (ii) understand the investment process; (iii) understand the main problems faced in a principal-agent relation; (iv) acknowledge the main contractual instruments developed at the United States to mitigate those agency problems and (v) mark a parallel between the North American scene and the Brazilian legal position.

The conclusion of this work asserts the importance of proper comprehension of contractual incentives usually applied and the requirement of overcoming arguments of legal incompatibility of foreign contract techniques to conduct complex relations, which depend on cutting-edge institutes that are less common on national literature.

Keywords: private equity; venture capital; investment, contracts; control; agency problems; angel investment.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 HISTÓRIA DO VENTURE CAPITAL	12
1.1 Origem do Venture Capital.....	12
1.2 A indústria de Venture Capital no Brasil.....	15
1.3 Cenário Atual Brasileiro	18
2 VISÃO GERAL SOBRE VENTURE CAPITAL.....	19
2.1 Estágios de Investimento	19
2.2 Organizações Gestoras	20
2.3 Fundos de Investimento.....	21
2.3.1 Natureza dos Fundos de Investimento	23
2.3.2 Fundo Mútuo de Investimento em Empresa Emergente.....	25
2.3.3 Fundo de Investimento em Participações	26
2.3.4 Investidor Qualificado	27
3 PROCESSO DE INVESTIMENTO E ESTRUTURAÇÃO CONTRATUAL	28
3.1 Fluxo Geral de Investimento	28
3.2 Principais Contratos.....	30
3.2.1 Contrato Preliminar.....	30
3.2.2 Contrato Definitivo (equity)	31
3.2.3 Contrato Definitivo (debt).....	32
3.3 Gestão de Risco	33
3.4 Problemas de Agência	34
3.4.1 O Contrato e o Problema de Agência	37
4 AS PRINCIPAIS CLÁUSULAS PARA ALOCAÇÃO DE CONTROLE ECONÔMICO E GERENCIAL	38
4.1 Cláusulas sobre Aspectos Econômico-financeiros	39
4.1.1 Preço	39

4.1.2 Preferência na Liquidação.....	41
4.1.3 Pay-to-play	43
4.1.4 Vesting	44
4.1.5 Antidiluição.....	45
4.2 Cláusulas de Controle Gerencial e Monitoramento.....	46
4.2.1 Eleição da Administração	46
4.2.2 Provisões Protetivas	47
4.2.3 Drag Along.....	48
4.2.4 Direito de Conversão	48
4.3 Cláusulas com Função Mista.....	49
4.3.1 Transformação da empresa em Sociedade Anônima	50
4.3.2 Escalonamento dos aportes de capital.....	51
4.3.3 Remuneração do empreendedor vinculada ao desempenho da empresa	51
4.3.4 Indicação do administrador financeiro da empresa investida	52
4.4 Eficácia das cláusulas em face dos problemas de agência	52
5 CONTRAPONTO INTERNACIONAL E SITUAÇÃO LEGAL BRASILEIRA ..	54
5.1 Comparativo Estados Unidos e Cenário Internacional.....	54
5.2 Brasil: Lei de Investimento Anjo.....	56
6 CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	63

INTRODUÇÃO

A indústria de Private Equity, classificação na qual se insere o Venture Capital, refere-se à categoria de investimentos baseados em ações (*equity investments*) de sociedades empresariais de capital fechado, ou seja, não listadas em mercados públicos de valores, independentemente de sua estrutura societária. Esses investimentos se caracterizam como ativos alternativos (*alternative assets*), por sua natureza de baixa liquidez, retornos a longo prazo e assimetria informacional que elevam seus riscos e recompensas acima do nível dos ativos tradicionais¹.

A relevância dessa indústria como um todo se traduz tanto nas diversas histórias de sucesso de empresas que revolucionaram os mercados em que atuaram como no volume de capital comprometido com esses investimentos. Grandes empresas que fazem parte do cotidiano global tiveram um crescimento tão acelerado por conta de injeções de capital em fase de Venture Capital como Google, Apple, Uber, Airbnb, Whatsapp e muitas outras que poderiam ocupar uma infinidade de páginas caso fôssemos relatar suas trajetórias.

Em âmbito global, segundo dados da Preqin, em 2015, a indústria de PE/VC atingiu a marca de 2,4 trilhões de dólares em ativos sob sua gestão. Nesse mesmo ano, o Private Equity foi responsável por 3.556 investimentos efetuados que resultaram em 411 bilhões de dólares em valor agregado à indústria, enquanto que o Venture Capital realizou 9.241 operações que agregaram 136 bilhões de dólares².

É notável o impacto que essa indústria gera nos diferentes mercados em que atua. Mais especificamente o Venture Capital, apesar de movimentar uma quantia menor de capital do que os demais investimentos de Private Equity, foi capaz de realizar quase o dobro de investimentos.

Para melhor entendimento, a indústria de Venture Capital é parte do que se considera o gênero Private Equity. Ao longo dos anos, essas modalidades ganharam novos contornos e se dividiram entre duas categorias: Buyout³ ou Private Equity e Venture Capital. Essa divisão

¹ ABDI. 2º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital. 2011. p. 41

² PREQUIN. 2016 Global Private Equity & Venture Capital Report. 2016. p. 7

³ Não utilizaremos o termo Buyout por se referir a uma modalidade de saída de investimento feita em estágio mais avançado. Para evitar tal reprodução, será usado o termo Private Equity somente.

ocorreu pelas especificidades que cada modalidade de investimento assumiu de acordo com diversos fatores como estágio da empresa⁴ investida, capital comprometido, estratégia de investimento e etc. Exploraremos melhor como foi abordada a divisão entre Private Equity e Venture Capital nesse trabalho em tópico específico.

Assim, a indústria de Venture Capital é hoje um dos grandes vetores de recursos para o desenvolvimento industrial e tecnológico em todo o mundo, tendo se tornado um dos grandes intermediários de capital para empresas que dificilmente teriam condições de financiamento por outros meios. Tais empresas são geralmente pequenas e em estágio inicial (*early stage*) com poucos ativos tangíveis e que operam com altos níveis de incerteza e assimetria de informação entre investidores e empreendedores⁵. Com base nisso, a indústria de Venture Capital precisou elaborar uma série de mecanismos para superar os problemas que se manifestam a cada fase do processo de investimento⁶.

O crescimento da relevância do mercado de Venture Capital tem grande repercussão na doutrina. A produção científica sobre o tema tem crescido de modo exponencial sobre todas as perspectivas. Como exemplo disso, Denis (2004)⁷ indica que os primeiros textos sobre a indústria de PE/VC surgiram em 1990. Já em 2003, por meio de uma busca na *Social Science Research Network – SSRN*, um dos principais portais de divulgação científica nas ciências sociais, era possível encontrar 123 correspondências de trabalhos científicos para o termo “venture capital”. Coelho (2007), para comprovar o crescimento do ramo, realizou o mesmo experimento em janeiro de 2007 e sua busca resultou em 710 correspondências⁸. Atualmente, dez anos após o trabalho de Coelho, uma pesquisa na SSRN pelo termo “venture capital” resulta em 3.009 correspondências⁹.

Nessa esteira, a produção acadêmica sobre PE/VC é muito ampla tanto por envolver diversos setores como por ter um carácter multidisciplinar. De acordo com Gompers e Lerner (2005)¹⁰, as pesquisas realizadas sobre a áreas podem ser divididas segundo as etapas do ciclo de PE/VC:

- Captação de Recursos, cuida da relação entre gestores e investidores;

⁴ O termo empresa será utilizado para se referir a gênero das sociedades empresárias.

⁵ GOMPERS, P.; LERNER, J. *The Venture Capital Revolution*. 2011. p. 145

⁶ GOMPERS, P.; LERNER, J. *Op. cit.* p. 145

⁷ DENIS, D. *Entrepreneurial Finance: an overview of the issues and evidence*. 2004 apud COELHO, G. *Estudo sobre Contratos entre Investidores e Gestores de Venture Capital no Brasil*. 2007. p. 19

⁸ COELHO, G. 2007. P. 19

⁹ Pesquisa realizada pelo autor utilizando o termo “venture capital” na base de dados da SSRN <<https://ssrn.com/en/>> na data de 21/06/2017.

¹⁰ GOMPERS, P.; LERNER, J. *The Venture Capital Cycle*. 2005. Apud COELHO, G. 2007. p. 19-20

- Fase de Investimento, aborda os principais problemas de agência entre gestores e empreendedores;
- Fase de Saída dos Investimentos, com abundante literatura sobre desinvestimentos e principalmente sobre o efeito sobre o mercado de Ofertas Públicas de Ações – OPAs.

Tendo essa divisão em mente, o recorte dado à presente pesquisa trata da Fase de Investimento, ou seja, será dado enfoque à relação entre organizações gestoras e empresas investidas, uma vez que essa etapa de investimento levanta muitas questões sobre a dinâmica de monitoramento e controle dos resultados obtidos na relação. De maneira mais específica, diante dessa relação, serão abordados os conflitos causados pela conduta da empresa investida e as saídas propostas. Dentre as soluções elaboradas pelas gestoras de Venture Capital para superar esses problemas de agência, trabalharemos sobre a alternativa de alocação de direitos e deveres pela via contratual.

Nessa linha, por meio de inovações nos contratos de investimento¹¹, a indústria de Venture Capital pode gerar soluções específicas para atender suas necessidades. Assim, o contrato se tornou um instrumento que estabelece um moldura para a inserção de novos meios de governança corporativa que, ao mesmo tempo, se mesclam a disposições típicas de contratos incompletos. A partir disso, a indústria criou ferramentas que não só alocam o risco e o poder de decisão, mas também criam uma nova dinâmica para a avaliação econômica e societária do investimento com base em eventos futuros.

Desse modo, o presente trabalho tem o intuito de compreender melhor o funcionamento dos investimentos, os problemas que esses contratos esperam mitigar, os mecanismos mais utilizados na experiência internacional e lançar o questionamento sobre a efetividade dos instrumentos brasileiros em comparação às técnicas mais arrojadas de contratos financeiros.

1 HISTÓRIA DO VENTURE CAPITAL

1.1 Origem do Venture Capital

¹¹ O termo contratos de investimento, sendo um dos *nomen juris* dados ao contrato de subscrição de ações, será utilizado para se referir à generalidade dos contratos utilizados para a operacionalização dos investimentos de Venture Capital.

O início dessa indústria, como é conhecida hoje em dia, ocorreu em 1946, com a criação da *American Research and Development* – ARD, considerada a primeira firma de Venture Capital¹². Na época, seus investimentos focavam em empresas emergentes de base tecnológica que surgiam após a Segunda Guerra Mundial. Apesar do somatório de seus investimentos não ter demonstrado consistência em relação ao sucesso de cada uma das empresas investidas, a ARD se tornou o marco do potencial econômico do mercado Venture Capital pelo resultado significativo de um de seus investimentos¹³.

O histórico desse caso se inicia em 1957, quando a ARD efetuou um aporte de 70 mil dólares em uma *startup* tecnológica de Massachusetts, a *Digital Equipment Corporation*. Com a injeção de capital e o desenvolvimento de novas tecnologias, a partir de 1960, a empresa investida aumentou exponencialmente seu crescimento. Já em 1971, quatorze anos após o primeiro financiamento, a posição acionária da ARD nessa empresa já estava avaliada em 355 milhões de dólares¹⁴, sendo responsável pelo grande sucesso do fundo e sendo atrativo para que outros agentes entrassem no mercado.

De acordo com a opinião dos fundadores da ARD, a empresa possuía dois grandes objetivos a serem alcançados. O primeiro objetivo da empresa era criar uma solução privada para a falta de financiamento que novas empresas e pequenos negócios enfrentavam. Os fundadores reconheceram que uma crescente parte da economia dos Estados Unidos estava se concentrando nas mãos de instituições financeiras e não mais em indivíduos, que tradicionalmente eram a maior fonte de financiamento para pequenos negócios¹⁵.

O segundo objetivo dos fundadores com a ARD estava ligado a criar uma organização que fornecesse expertise gerencial assim como capital para novas empresas. Assim, a ARD buscou desenvolver, dentro de seu pessoal, gerentes profissionais para os novos investimentos, o que contribuiu para a propagação de novas gestoras de Venture Capital a partir de seus antigos colaboradores¹⁶.

Ainda segundo Lerner e Gompers (2001), a ARD era estruturada como um *publicly traded closed-end fund*, ou seja, um fundo mútuo com número limitado de ações que levantava capital somente em sua abertura ao disponibilizar para o mercado essas ações por

¹² Nos Estados Unidos, o investimento em empresas emergentes e inovadoras não era novidade, uma vez que era prática comum de investimento por famílias com alta concentração de capital. Contudo, a organização empresarial desses investimentos e o levantamento de recursos com terceiros só foi ocorrer no século XX.

¹³ GOMPERS, P; LERNER, J. 2001. p. 146

¹⁴ LEACH, J.; MELICHER, R. *Entrepreneurial Finance*. p. 450

¹⁵ FENN, G.; LIANG, N.; PROWSE, S. *The Private Equity Market: An Overview*. 1997. p. 10

¹⁶ FENN, G.; LIANG, N.; PROWSE, S. Op. cit. p 10

meio de uma Oferta Pública de Ações. Para os investidores, essas ações garantiam liquidez ao investimento, uma vez que esses fundos possuíam natureza societária e podiam ter suas ações listadas, como as demais ações de companhias abertas, em bolsas de valores e poderiam ser livremente comercializadas¹⁷. Assim, a liquidez dos títulos garantiu que esses fundos pudessem existir indefinidamente.

Apesar de algumas outras firmas de Venture Capital que surgiram após a ARD se estruturarem da mesma forma, a firma Draper, Gaither and Anderson, em 1958, foi a primeira gestora de Venture Capital a se estruturar como uma *Limited Partnership*, iniciando, assim, o que seria o novo padrão de veículo de investimentos em Venture Capital nos Estados Unidos.

Destarte, as novas gestoras que surgiam adotaram também o formato de *Limited Partnerships*, que são estruturas societárias que comportam dois tipos de sócios. O *General Partner*, aquele que assume a gestão do empreendimento com total responsabilidade e lida com os investimentos cotidianamente e o *Limited Partner*, que possui responsabilidade limitada até o montante investido e não possui influência sobre os investimentos feitos¹⁸. Assim, separação na responsabilidade e na gestão possibilitou que as organizações gestoras pudessem assumir o papel de *General Partner* com maior liberdade no gerenciamento dos investimentos ao mesmo tempo em que garantia maior segurança para os investidores institucionais.

Essa nova maneira de estruturação, apesar de isenta de regulação pela *Securities and Exchange Commission* e das regras de transparência do *Investment Company Act* de 1940, tornava a participação de investidores mais restrita. A iliquidez das ações das *Limited Partnerships*, pela impossibilidade de troca de ações publicamente após instituição da LP, concentrou a participação a algumas instituições e indivíduos possuidores de grande capital. Uma outra diferença incorporada à prática de investimentos advinda com as *Limited Partnerships* foi a estipulação de prazo predeterminado de encerramento da LP e, conseqüentemente, a determinação de uma expectativa temporal de retorno financeiro aos investidores¹⁹.

¹⁷ CLOSED-END FUND CENTER. Understanding the Advantages of Closed-End Funds.2006. De acordo com a CEFA – Closed-end Fund Center, as ações desses fundos flutuam juntamente com o mercado em relação a sua oferta e demanda, não necessariamente refletindo o valor líquido do ativo. Assim, o funcionamento desses fundos se assemelha às companhias listadas em bolsa de valores. Disponível em: <http://www.cefa.com/docs/content/Learn/CEFA_Brochure.pdf>. Acesso em 21/06/2017.

¹⁸ ABDI. 2011. p. 73

¹⁹ A partir da delimitação de prazo, o padrão foi estabelecido de que veículos de investimento de Venture Capital tenham duração determinada em média de 8 a 10 anos.

O novo modelo de investimento pelas *Limited Partnerships* ganhou mercado nos Estados Unidos em comparação às demais estruturas de veículos de investimento a partir de sua dinâmica para lidar com a assimetria de informação e a alocação de incentivos para cada uma das partes dentro do mercado de capital de risco. Por ser um cenário marcado por esses problemas, os investidores não possuíam expertise ou tempo disponível para gerir esses investimentos. Assim, o papel dos *General Partners* de gerar, estruturar e administrar os investimentos foi crucial, mas, principalmente, por sua atuação direta junto às investidas para o alinhamento dos interesses das partes²⁰.

Apesar do crescimento da indústria de Venture Capital nesses anos, foi somente a partir do final da década de 1970 que houve uma explosão no total de capital investido em PE/VC. A grande razão para esse aumento inesperado veio em 1979, quando o *U.S. Department of Labor* possibilitou explicitamente que fundos de pensão pudessem investir em ativos de alto risco. Dessa maneira, os fundos de pensão entraram definitivamente para o rol de investidores, e o total investido em Venture Capital saltou de 424 milhões em 1978, quando fundos de pensão representavam 15% do capital comprometido por investidores e pessoas físicas 32%, para 4 bilhões em 1987, em que fundos de pensão representavam mais da metade das contribuições.

Além dos investimentos feitos pelos fundos de pensão em veículos de Venture Capital, outra mudança no mercado ocorreu com o aumento de interesse de grandes empresas em investir na aquisição de tecnologia por meio de Venture Capital. Além do modelo tradicional de desenvolvimento de novos produtos pelos laboratórios internos de Pesquisa e Desenvolvimento – P&D, as grandes empresas viram no Venture Capital uma oportunidade de descentralização da produção tecnológica.

Por meio de investimentos em Venture Capital as corporações tiveram maior acesso a um ecossistema de desenvolvimento de produtos e tecnologias diverso e descentralizado, o que acabou gerando um processo de substituição dos investimentos destinados à pesquisa interna feita pelos laboratórios de P&D para a aquisição de tecnologias desenvolvidas por *startups*. Com isso, muitas empresas aumentaram seus investimentos nesse mercado ou até mesmo desenvolveram braços próprios de Venture Capital, formando o ramo das Corporate Ventures.

1.2 A indústria de Venture Capital no Brasil

²⁰ FENN, G.; LIANG, N.; PROWSE, S. 1997. p. 2

Como já se pode demonstrar, a indústria de PE/VC exercida de forma empresarial ou profissional surgiu nos Estados Unidos pela metade do século passado. No Brasil, essa indústria teve suas primeiras aparições após certo amadurecimento das atividades desenvolvidas no mercado americano, chegando de forma tardia e com forte influência governamental.

A história da indústria de PE/VC no Brasil se inicia na década de 70 por meio de iniciativas governamentais patrocinadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Social, o BNDES, e pela Financiadora de Estudos e Projetos, a FINEP. Assim, o desenvolvimento dessa indústria se deu em três grandes etapas que foram marcadas, inicialmente, pela participação dominante do governo e poucos investidores privados nos projetos desenvolvidos até a década de 80, a queda nos investimentos em decorrência da instabilidade econômica do país e, por fim, o aumento do número de investidores privados que surgiram após a segurança econômica advinda das novas políticas monetárias nos anos 1995²¹.

Em 1974, com o intuito de prover capital para as Pequenas e Médias Empresas – PMEs e apoiar a política de desenvolvimento industrial brasileira, o BNDES criou três novas subsidiárias especializadas para esse fim: Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Cada uma delas, de acordo suas próprias razões sociais, eram destinadas a setores básicos da economia. Anos mais tarde, em 1982, essas três empresas foram fundidas para dar formação ao BNDESPar, que seria de fundamental importância para a indústria de PE/VC nas décadas seguintes²².

Em 1976 duas iniciativas merecem destaque. A primeira foi a criação do programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN), que objetivava promover a inovação tecnológica nas PMEs por meio de investimentos de PE/VC. Contudo, o ADTEN realizava investimentos através de empréstimos subsidiados em vez de aquisição de parte acionária da investida. Em segundo lugar, foi a concretização de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas, com o objetivo de realizar investimento de Private Equity e

²¹ PAVANI, C. O Capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas. 2003. Apud IHA, M. Problemas de Agência no Relacionamento Fundo de Capital de Risco – Empreendedor no Brasil: um estudo de caso. 2003. p. 14

²² PAVANI, C. 2003. Apud ABDI. 2011. p. 58

Venture Capital no Brasil, que deu origem ao Brasilpar. Essa iniciativa foi estruturada como holding e investiu US\$ 4 milhões até 1980, ano em que foi reestruturada²³.

O cenário de gestoras de capital voltado para PE/VC também recebia significativa participação do governo. De acordo com o International Finance Corporation – IFC²⁴, dentre nove organizações gestoras em operação em 1981, seis delas eram organizações privadas e três públicas. Por outro lado, apesar de estarem em operação, o Brasil não dispunha de estímulo fiscal nem mesmo arcabouço legal adequado para a indústria de capital de risco que estava se desenvolvendo. Enquanto os Estados Unidos já dispunha de veículos mais arrojados para a proposta dessa nova indústria como as *Limited Partnerships*, somente em 1986 foi instituído o Decreto-Lei nº 2.287, regulado pelas Leis nº 1.184/86 e 1.346/87, que regulamentou as Sociedades de Capital de Risco (SCR), gestoras especializadas na aquisição de participações minoritárias em PMEs²⁵.

Embora o início de uma regulamentação própria à indústria de capital de risco tenha sido um passo crítico para a consolidação desse mercado, as estipulações existentes não favoreciam seu pleno desenvolvimento. Segundo Gorgulho (1996)²⁶, essa tentativa legal de fomentar a indústria de PE/VC no Brasil acabou se mostrando insustentável, uma vez que (i) excluía as médias e grandes empresas, (ii) não permitia a utilização de instrumentos de dívida, (iii) a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com a legislação específica das SCRs e (iv) a Lei nº 7.714/88 revogou os benefícios fiscais concedidos inicialmente.

Os anos 90, apesar das várias mudanças econômicas que marcaram o país, representaram um período de amadurecimento da indústria de capital de risco. Em 1994, a GP Investimentos se tornou a primeira gestora de PE/VC a levantar um veículo de investimento de grande porte, com US\$ 500 milhões de capital comprometido. Nesse mesmo ano, a CVM instituiu a Instrução Normativa nº 209, que regulamentou um novo veículo de investimentos, o Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE)²⁷.

Quase uma década mais tarde, em 2003, a CVM publicou nova Instrução Normativa que regulamentava os veículos de investimento de PE/VC constituídos no Brasil e estabelecia

²³ GORGULHO, L. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso Contec. 1996. Apud ABDI. 2011. p 59

²⁴ IFC. Atividades de Capital de Risco em Países Escolhidos, 1º Seminário Internacional sobre Venture Capital. Apud ABDI. 2011. p. 59

²⁵ ABDI. 2011. p. 60

²⁶ GORGULHO. 1996. Apud ABDI. 2011. p. 60

²⁷ ABDI. 2011. p. 61

o Fundo de Investimento em Participações. Trata-se da Instrução Normativa nº 391, que inseriu no mundo jurídico o que se tornaria o principal veículo de investimento utilizado por gestoras nacionais. Assim, pode-se ver que o crescimento da indústria ocorreu recentemente, tendo suas principais características definidas nas últimas duas décadas.

1.3 Cenário Atual Brasileiro

Segundo estudo feito pela ABVCAP (2016)²⁸ sobre a indústria de Venture Capital e Private Equity no Brasil, os investimentos alocados nesses investimentos vêm crescendo de forma consistente nos últimos quatro anos, chegando ao patamar de 153,2 bilhões de dólares em capital comprometido. Apesar de haver grande concentração de capital sob gestão das grandes firmas de Private Equity do país, a tendência é de que essa concentração diminua com o surgimento de novas empresas gestoras lideradas por gestores que adquiriram experiência ao longo desses anos.

No ano de 2015, o total de investimentos realizados em Private Equity foi de 18,5 bilhões de reais, um crescimento de 39,1% em comparação ao ano anterior. Desse valor, a indústria de Private Equity, em sentido estrito, é dominante entre as modalidades, tendo 94% do total do capital investido. Por outro lado, mesmo com apenas 6% de todo o capital, a indústria de Venture Capital realizou um maior número de investimentos em relação à quantidade de empresas, 60,4% do total de empresas investidas.

Apesar da grande diferença nos percentuais destinados a cada modalidade, o Venture Capital naturalmente necessita de menores quantias de capital para seus investimentos. As empresas investidas estão normalmente em estágio inicial, possuem poucos ativos, requerem somas menores para alavancar seus negócios, além de vários outros fatores. A indústria de Private Equity, por outro lado, tende a movimentar valores maiores por envolver empresas mais maduras, com posição de mercado relevante, com operações maiores e que necessitam de vultuosos investimentos para que a gestora possa atingir porcentagem acionária relevante.

²⁸ ABVCAP. Consolidação de dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. 2016.

Dentre os setores que mais recebem investimento, destacam-se três setores que sofreram grande variação em comparação aos anos anteriores. Primeiramente, o setor de Educação, passou de 1% em 2014 do total investido para 12%, tendo o ensino superior, ainda pouco consolidado, como grande atrativo para o mercado. Em segundo lugar, o setor que naturalmente era líder de investimentos sobre todos os demais, Óleo e Gás, que passou de 38% dos investimentos em 2013 para 29% em 2014, até atingir 10% em 2015. Por fim, o setor de Saúde e Farmácia impulsionado pela alteração do art. 23 da Lei 8080/90, que permitiu a entrada de investimento estrangeiro em empresas brasileiras que operam no setor.

2 VISÃO GERAL SOBRE VENTURE CAPITAL

2.1 Estágios de Investimento

Embora seja claro que o Venture Capital esteja dentro do que se considera Private Equity, a classificação dos estágios de investimento entre Private Equity e Venture Capital é matéria controversa em toda a doutrina. Para os fins deste trabalho, utilizaremos a divisão feita pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI, que se utiliza das classificações já realizadas na doutrina brasileira e ajusta algumas questões terminológicas para que o parâmetro utilizado seja referente unicamente ao ciclo de vida da empresa.

Desse modo os investimentos seriam divididos em três grandes fases da empresa investida e subdivididos em etapas menores com marcos de maturidade da empresa²⁹:

Estágio Inicial

Seed: também chamado de Capital Semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional. Não há operação, somente um projeto ou uma ideia. Ocorre normalmente na fase pré-incubação.

Startup: empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ou segundo ano de funcionamento. A empresa realiza testes e provas do conceito do negócio, porém ainda não realiza vendas ou presta serviços comercialmente. O investimento nesse estágio tem como foco o desenvolvimento do produto e marketing inicial.

Desenvolvimento

²⁹ ABDI. 2011. p. 70-71

Venture Capital – Early Stage: financiamento voltado para empresas já testadas comercialmente com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões.

Venture Capital – Later Stage: voltado para empresas com maturidade comercial e que necessitam de recursos para expansão mais rápido do que seria possível gerar internamente. Esses investimentos podem ser focados na ampliação da comercialização, na melhoria no produto, no aumento de capacidade produtiva, no ganho em distribuição, etc. Pela complexidade requerida até a consolidação da empresa no mercado, podem ocorrer até duas rodadas de investimento nesse estágio.

Expansão

Private Equity – Growth: empresas já estabelecidas com linhas de produtos e marca consolidada buscam aporte destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, formação de marca, capital de giro, etc. Nesse estágio, a taxa de crescimento de vendas é usualmente superior a 25% ao ano.

Maturidade

Private Equity – Later Stage: nesse momento, a empresa está madura com indicadores expressivos em crescimento, fluxo de caixa, alcance da marca. Essa posição no mercado possibilita que comece a atuar como plataforma de expansão e aquisição de empresas do mesmo setor.

Tendo essa classificação dos estágios em vista, ainda que na prática essa divisão possa não ser tão evidente, compreenderemos Venture Capital a partir do ciclo de vida da empresa, sem relação com seu faturamento ou estrutura acionária, desde a fase de Startup até Venture Capital – Later Stage. O não envolvimento da fase de Seed decorre da especialização dada pela legislação brasileira ao regulamentar o Investimento Anjo, assunto que também será explorado posteriormente.

2.2 Organizações Gestoras

Delimitado o grupo de empresas que compõem o alvo dos investimentos de Venture Capital, trata-se agora de definir quem são os agentes que efetuam a alocação e gestão dos

recursos dos investidores. Escolhemos utilizar o termo organizações gestoras ou, de modo simplificado, gestoras para abarcar tanto as gestoras que se organizam como sociedades empresariais independentes quanto aquelas que se constituem como pessoas jurídicas ligadas a uma instituição principal.

Conforme o estudo levantado por Kaplan e Strömberg (2001)³⁰, as gestoras de Venture Capital tem papel fundamental nessa indústria ao intermediar o mercado entre os investidores e as empresas e por mitigar problemas de agência por meio de minuciosos processos de seleção, de métodos sofisticados de contratação e de monitoramento pós-investimento.

Essas organizações gestoras podem ser aquelas responsáveis pela captação de recursos para a operação ou somente contratadas como responsáveis pela gestão dos recursos. Assim, as gestoras podem ser divididas a partir de sua vínculo com outra organização. As gestoras, portanto, são classificadas como (i) Independentes, caracterizadas por gerirem recursos de terceiros e não pertencerem a nenhuma instituição financeira ou empresarial; (ii) Corporate Venture, estruturas de corporações ou conglomerados empresariais com o intuito de realizar investimentos em negócios nascentes ou pequenas empresas inovadoras, (iii) Subsidiárias ou divisões de PE/VC ligadas à instituição financeira e (iv) Gestores de PE/VC do Setor Público, pertencente a algumas instituições públicas que fazem investimentos diretos em empresas, como o BNDES³¹.

No ecossistema brasileiro, a participação de gestoras vinculadas a outras instituições tem baixa representação, enquanto a maioria das gestores tem caráter independente. Esse modelo mais empreendedor e menos corporativo concentra 73% de todas as gestoras em operação³².

2.3 Fundos de Investimento

A operacionalização dos investimento feitos no Brasil podem ocorrer por diferentes veículos legais de acordo com as características de cada investimento ou de cada investidor. Até mesmo estruturas estrangeiras operam no país, dentro do que é estabelecido em lei, como

³⁰ KAPLAN, S.; STRÖMBERG, P. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. 2011. p. 429

³¹ ABDI. 2011. p. 83

³² ABDI. Op. cit. p. 83

é o caso das *Limited Partnerships*³³. Assim, o capital destinado ao Venture Capital pode se organizar de diferentes formas para buscar o melhor retorno aos investidores, podendo optar por uma estrutura condominial, como os fundos de investimento, ou até mesmo societária, como as *holdings*.

Para explorar melhor o tema, cabe ressaltar que o registro ou a autorização da CVM se aplica somente aos veículos por ela regulados. A categoria Venture Capital abarca investimentos que podem ser feitos tanto pela intermediação de terceiros, como as organizações gestoras, quanto por investimento direto, como é o caso do Investimento Anjo. Ainda que certos veículos tenham benefícios tributários ou societários, o uso de outras alternativas que não os fundos regulados pela CVM é de escolha do investidor para seu melhor proveito.

Em uma análise quantitativa, de acordo com dados levantados pelo GVCepe³⁴, é possível perceber um acentuado crescimento de veículos operantes no país e até mesmo a superação em número do FIP sobre a *Limited Partnership*. Por outro lado, nota-se também que, apesar do número de veículos baseados na legislação nacional ser elevado, o capital comprometido por meio desses veículos é ainda tímido quando comparado ao total comprometido pelas *Limited Partnerships*, conforme se vê:

Distribuição dos veículos de investimentos segundo a estrutura legal utilizada. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares, usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Central. Em relação a 2009 as respostas foram fornecidas por 239 veículos (94% do universo) que possuem US\$ 35,1 bilhões de capital comprometido (97% do universo).

Estrutura Legal	2004		2008		2009	
	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)
<i>Limited Partnership</i>	29	3,45	45	9,06	63	13,41
FMIEE (CVM 209)	21	0,17	26	10,39	34	0,58
FIP (CVM 391)	11	0,62	37		67	5,96
CVM 302 e 409	12	0,5	9		9	0,65
CVM 398	-	-	1		1	0,01
Empresa de participação (<i>holding</i>)	20	0,52	31	0,53	31	0,85
Investimento direto	-	-	13	4,53	16	5,06
Divisão de empresa não-financeira	2	0,31	4	0,27	3	0,35
Outros	2	0,01	15	1,87	15	2,06
Total	97	5,6	181	26,6	239	28,9

Fonte: Base de Dados GVCepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

³³ O funcionamento de fundos estrangeiros no Brasil é regulamentado pela Resolução CMN nº4373/14 e pela IN 560/15 da CVM, que dispõem sobre a categoria dos Investidores Não Residentes – INRs, incluindo aqui pessoas físicas e jurídicas. Esses veículos ou investidores devem, previamente ao início das operações no país, realizar seu registro junto à CVM.

³⁴ ABDI. 2011. p. 134. É importante destacar que os dados apresentados na tabela datam de 2009, período ainda recente após a crise do *subprime*. Assim, o cenário de mercado atual teve significativas variações desde então.

O papel dos fundos instituídos segundo a legislação pátria tem crescido cada vez mais na indústria de capital de risco, portanto, para um melhor entendimento da dinâmica desses atores, faz-se necessário compreender sua natureza jurídica.

2.3.1 Natureza dos Fundos de Investimento

A ausência de regulamentação formal por muitos anos torna árdua a tarefa de definir o surgimento dos primeiros fundos de investimento no Brasil, uma vez que se confundem com a operação de outras formas embrionárias de investimento.

A primeira legislação referente ao tema se originou na década de 1940, como o Decreto-lei 7.583/45 e as regulamentações que seguiram. Porém, esses regramentos pouco referenciavam como se daria o funcionamento desse modelo, fazendo com que os veículos se organizassem na forma de sociedades de investimento ou de sociedades em conta de participação³⁵.

A formalização de uma estrutura de investimento coletivo próxima ao panorama atual ocorreu somente em 1957 com a inauguração do Fundo de Investimento Crescinco, fundo que se tornou marco legal para os veículos que o seguiram. Esse fundo, criado por uma companhia financeira norte americana, se constituiu como um condomínio aberto³⁶ muito próximo às companhias de investimento americanas de mesmo tipo, como meio de superar a forma puramente negocial dos veículos anteriores³⁷.

O sucesso alcançado pelo Fundo Crescinco, teve forte influência na edição da Lei 3.470/58, sendo a primeira legislação a positivar a natureza condominial do instituto como alternativa de superação dos problemas inerentes às sociedades de investimento e às sociedades em conta de participação. A partir dessa definição, as legislações que se seguiram reproduziram a mesma natureza para os fundos de investimento³⁸.

³⁵ SOUTO, S. Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características. 2016. p 26-27

³⁶ O caráter aberto do fundo possibilitava que fossem realizados novos aportes durante a vigência do fundo por meio de diversos títulos como: “ações, títulos de crédito ou participação emitidos por sociedades de intuitos econômicos, de qualquer natureza, nacionais ou estrangeiras, apólices, letras ou obrigações e demais títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, operações de crédito e financiamentos autorizados pela legislação reguladora das sociedades de investimento”. ASHTON, P. Companhias de investimento. 1963, p. 42-43 apud SOUTO, S. 2016. p. 28.

³⁷ SOUTO, S. Op. cit. p. 27

³⁸ Ibid. p. 46

Atualmente, os fundos de investimento estão sob os regramentos instituídos pela CVM que, após a reclassificação dos valores mobiliários pela Lei 10.303/01³⁹, adquiriu competência exclusiva para regular sobre os fundos de investimento. Anteriormente, essa competência era compartilhada de forma residual com o Banco Central⁴⁰.

Em relação a natureza dos fundos de investimento, a mais recente Instrução Normativa emitida pela CVM que trata do assunto reproduziu a classificação já expressa anteriormente. Assim, a IN 555/2014 assevera que:

Art. 3º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

Desse modo, conforme a lei, esses fundos operam sem a constituição de uma pessoa jurídica distinta de seus investidores, por meio do estabelecimento de um condomínio. Essa figura implica na existência de bem ou bens de propriedade comum, em que cada parte detêm frações ideais ou partes abstratas da totalidade por meio de cotas proporcionais ao valor investido⁴¹.

O Direito brasileiro, na época da inserção do condomínio no ordenamento jurídico, dentre outras correntes, adotou o conceito romano, que admite a copropriedade sobre um mesmo bem, na mesma proporção, grau e relevância ou segundo divisões diferenciadas. Assim, possibilitando a participação em cotas iguais ou distintas, como se vê nos artigos 623 a 641 do Código Civil de 1916⁴². A organização de um condomínio pressupõe a existência de um empreendimento em comum, em que se espera que todos ajam a favor da comunhão ou que se abstenham de qualquer ação prejudicial⁴³.

Ainda que a discussão sobre a natureza dos fundos de investimento não seja foco do presente, vale destacar que, desde seu surgimento, a estruturação dos fundos na forma de condomínio foi fortemente criticada pela doutrina. De acordo com Souto (2016), o fundo de investimento, definitivamente, não é um condomínio, sendo que seu regime jurídico é inaplicável de acordo com o próprio direito das coisas, como se vê⁴⁴:

³⁹ A edição dessa nova lei incluiu as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários, retirando do Banco Central sua competência regulatória. Para mais informações, conferir a Deliberação CVM 461/2003.

⁴⁰ Ibid. p. 39

⁴¹ MATTOS FILHO, A. Direito dos Valores Mobiliários. 2015. p. 306-307

⁴² Ibid, p. 308

⁴³ Ibid. p. 308

⁴⁴ SOUTO, S. 2016, p. 48

“Dos fundos de investimento, portanto, o condomínio diverge já na sua essência: eles não são direitos reais. Não há, nessas estruturas de investimento coletivo, direitos de coproprietários sobre o patrimônio do fundo. O que há, e nisso vai grande diferença, são direitos de proprietário sobre a respectiva cota, fração ideal daquele patrimônio e que constitui um bem móvel e incorpóreo, esse sim de sua titularidade exclusiva. E mesmo sobre essas cotas, dependendo da estrutura organizacional do fundo, ausente está até mesmo o direito de disposição, hipótese dos fundos abertos, nos quais as cotas são, em regra, intransferíveis.”

Em resumo, autor afirma, a partir de suas colocações, que a modalidade que poderia mais se aproximar do instituto esperado seria o *trust*. Contudo, afastada essa possibilidade, a concepção que mais se amoldaria ao instituto seria uma solução societária⁴⁵.

Para os fins do presente trabalho, ainda com as críticas levantadas, será admitida a natureza dos fundos de investimento como condomínios conforme a regulação da CVM. Destarte, definido tal pressuposto, é necessária a análise dos principais veículos utilizados no mercado atualmente.

2.3.2 Fundo Mútuo de Investimento em Empresa Emergente

Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE surgiram a partir da Resolução nº 1.787/91 do Conselho Monetário Nacional e da regulamentação feita pela CVM por meio da Instrução nº 209/94. Segundo a IN, seria qualificada como empresa emergente aquela que individualmente tenha faturamento líquido igual ou menor a 30.000.000 Unidades Reais de Valor⁴⁶ (URVs) ou, em caso de grupo de empresas, de fato ou de direito, o limite era de 60.000.000 URVs.

Anteriores aos atuais FIPs, os FMIEE foram desenvolvidos com o objetivo de impulsionar as empresas investidas nos moldes do que já foi explicitado sobre a indústria de Venture Capital. Nas palavras de Mattos Filho⁴⁷:

“A ideia é que tais investimentos sejam como sementeiras para que, via auxílio da capitalização e o influxo de técnicas modernas de gestão, possa a empresa investida ser objeto de aumento de seu valor de mercado, situação que possibilitaria o desinvestimento do fundo (...) De qualquer forma, tem-se como objetivo de tais fundos o investimento por prazo determinado, com isso visando criar valor para a empresa emergente, possibilitando a sua ascensão a um patamar empresarial superior.”

⁴⁵ SOUTO, S. 2016. p. 55

⁴⁶ Unidade de valor existente à época do Plano Real.

⁴⁷ MATTOS FILHO, A. 2015. p. 361

Hoje em dia, ainda que os FMIEE possam representar certo percentual do capital comprometido, após a publicação da Instrução Normativa nº 578 em 2016, as alterações trazidas para os FIP fizeram com que esse veículo pudesse abarcar de modo mais arrojado as funcionalidades que antes estavam delegadas às FMIEE. O artigo 14 da referida instrução cria novas categorias para o FIP como Capital Semente e Empresas Emergentes, ou ainda, a categoria Multiestratégia. Essas categorias trazem inovações fundamentais para adaptação do veículo à realidade brasileira, como, por exemplo, a possibilidade de investimento em sociedades limitadas desde que a empresa investida apresente receita bruta anual inferior a 16 milhões⁴⁸.

2.3.3 Fundo de Investimento em Participações

Até 2016, os Fundos de Investimento em Participações – FIPs eram regulamentados pela Instrução Normativa nº 391/2003, norma que deu origem ao veículo. Contudo, nova regulamentação foi editada para atualizar essa espécie de fundo, por meio de uma regulação que passou por uma série de discussões com participação de agentes da indústria que tentaram aproximar as regras locais daquelas praticadas internacionalmente⁴⁹.

A natureza do FIP, mesmo com a alteração normativa, se manteve similar ao que era previsto na IN 391/2003. Assim, a definição dos FIPs pode ser bem entendida já pela letra da lei:

Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

O FIP é constituído, portanto, sob a forma de condomínio fechado, ou seja, trata-se de uma comunhão de bens cujos coproprietários são cotistas, e cujas cotas são frações do valor do fundo. Conforme estipula o artigo 21 da mesma IN, uma vez integralizado, os recursos financeiros investidos no veículo não podem ser resgatados antes do prazo estipulado em

⁴⁸ CVM. Instrução Normativa nº 578, 2016. art. 15

⁴⁹ Segundo as palavras de Antonio Berwanger, Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160830-2.html> > Acessado em 21/06/2017.

regulamento; excepcionando-se os casos de liquidação, amortização e distribuição previstos no regulamento do FIP.

Em relação ao trecho do artigo referente à “efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”, o fundo é direcionado a adquirir títulos que confirmem, direta ou indiretamente, influência sobre a política estratégica da empresa investida. Contudo, como os títulos comprados não precisam conferir influência direta, outros mecanismos que transfiram poder de decisão indiretamente aos gestores do fundo podem ser utilizados, como é explicitado pelos incisos II e III do art.6º da referida IN:

Art. 6º A participação do fundo no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;

II – pela celebração de acordo de acionistas; ou

III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

Desse modo, a estruturação de contratos de investimento que sejam base para a governança corporativa da relação entre investidores e investida ou ainda para a formalização dessa influência por meio de acordo de acionistas é fundamental para garantir o cumprimento das previsões legais da IN 578.

2.3.4 Investidor Qualificado

A CVM, por meio da IN 578, como meio de impedir que investidores menos experientes participem de investimentos mais complexos como os FIPs, revogou o que era previsto na IN 209, que possibilitava que investidores não qualificados a investirem nas FMIEE, e delimitou o rol de investidores àqueles considerados qualificados.

O art. 4º dessa instrução determina que somente poderão investir no fundo aqueles que forem considerados investidores qualificados, de acordo com a regulamentação específica. Para tanto, a regulamentação mencionada é aquela trazida pela IN nº 554/2014 também da CVM que dispõe que:

“Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais⁵⁰;

⁵⁰ Os investidores profissionais, como os fundos de investimento, também são delimitados em um rol taxativo presente no art.9-A da mesma Instrução Normativa.

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.”

Desse modo, a CVM limita o acesso a essa modalidade de investimento mais sofisticado à população em geral tanto pelas qualificações necessárias quanto pela posse de investimentos em grande escala.

3 PROCESSO DE INVESTIMENTO E ESTRUTURAÇÃO CONTRATUAL

A indústria de Venture Capital, tendo em vista o crescimento exponencial no número de potenciais empresas a serem investidas, desenvolveu práticas similares em seus processos de seleção e aplicação de capital em uma nova empresa. Assim, é possível esquematizar um fluxo com etapas mais definidas, apesar de não serem todas necessárias, para compreendermos a atuação dessas gestoras.

De maneira simplificada, o processo segue as seguintes fases: originação, análise de investimento (*screening*), *due-diligence* preliminar, contratos preliminares, *due diligence* e proposta de investimento. Para os fins do presente estudo, as fases de maior interesse são justamente os contratos preliminares e a proposta de investimento, pontos que serão mais profundamente abordados a seguir.

3.1 Fluxo Geral de Investimento

A primeira etapa do processo é a de originação e seleção de negócios, momento em que os gestores se usam do fluxo de negócios que chegam até eles ou que são ativamente selecionados, também conhecido como *dealflow*. A construção desse fluxo tem grande impacto pelos contatos preestabelecidos pelas próprias gestoras, porém o ecossistema em que a gestora está inserida tem um importante papel na exposição de empresas em crescimento

para as gestoras como Incubadoras, Parques Tecnológicos, Fóruns de Capital Semente e até Competições de Startups⁵¹.

A partir das empresas que foram apresentadas, a organização gestora passa para a fase de análise das propostas recebidas de acordo com sua tese de investimento e demais requisitos que podem ser atrativos ou desestimulantes para a realização do negócio. Segundo dados da GVcepe, alguns requisitos foram considerados essenciais para a amostra de gestores entrevistada, sendo que para a viabilização do negócio são indispensáveis previsões como veto em decisões-chave da empresa e como a presença da gestora em assentos do conselho de administração⁵².

As empresas aprovadas nos requisitos de viabilidade do negócio passam para a fase de análise pormenorizada dos aspectos mais exteriores da empresa-alvo, conhecido como *due diligence* preliminar, que envolve estudos sobre a situação do mercado, público alvo, concorrência, aspectos jurídico-legais e outros requisitos⁵³. Após esse primeiro *due diligence*, a gestora já demonstra interesse em quais empresas parecem mais promissoras e iniciam as negociações com a elaboração de contratos preliminares e a segunda fase de *due diligence*, que agora focará em aspectos mais internos da empresa⁵⁴.

Além do acordo de confidencialidade que é assinado pelas partes a partir desse estágio, o principal contrato preliminar assinado é o Term-Sheet, o qual será melhor detalhado adiante, que se fundamenta como uma primeira negociação sobre as previsões básicas que estarão presentes nos contratos definitivos futuros. Nessa etapa *due diligence* são analisadas questões referentes ao modelo de negócio, tamanho do mercado, desenvolvimento do produto, distribuição, aspectos financeiros, aspectos legais e etc.

Por fim, gestora e empresa alvo voltam à mesa de negociação para acertar as últimas contingências e a proposta de investimento é levada ao Comitê de Investimentos do Fundo, órgão soberano que dá a última palavra sobre a realização ou não do investimento⁵⁵. Sua atuação acontece somente na fase final do processo, após os gestores já terem analisado e filtrado as melhores opções.

Todo o processo de análise de investimento feita pela gestora é altamente criterioso para a seleção somente das empresas com maior potencial de sucesso e chega a ter uma taxa

⁵¹ ABDI. 2011. p.164

⁵² Ibid. p.168

⁵³ Ibid, p.172

⁵⁴ ABDI, 2011. p. 174

⁵⁵ METRICK, A. Venture Capital and the Finance Innovation. 2007. Apud ABDI. 2011. p. 178

de um investimento realizado para cada cem propostas recebidas, ou seja, somente 1% de aprovação.

3.2 Principais Contratos

3.2.1 Contrato Preliminar

O Term-Sheet, como já enunciado anteriormente, é um contrato preliminar, modalidade prevista no direito brasileiro entre os art. 462 e 466 do Código Civil e como ensina Flávio Tartuce⁵⁶, esse contrato deverá se adequar aos mesmos requisitos essenciais do contrato definitivo, exceto em sua forma, ou seja, deverão ser respeitados os mesmos requisitos de validade do negócio jurídico do art. 104 do Código Civil.

Em termos formais, o Term-Sheet nos Estados Unidos assume a figura contratual do *pre incorporation agreement* ou do *pre shareholder agreement*, que representam também contratos preliminares que intentam regular uma relação a ser firmada entre sócios sem que resulte necessariamente na criação de uma sociedade formalmente registrada⁵⁷. No Brasil, essa figura jurídica foi traduzida pelo Memorando de Entendimentos de Pré-Constituição, que estabelece a expectativa de que as partes venham a celebrar um contrato social para constituir uma sociedade assim que as obrigações faltantes sejam cumpridas⁵⁸. Apesar da maior utilização dessa espécie contratual, o contrato preliminar para Venture Capital continuará a ser referenciado como Term-Sheet pela maior generalidade do termo.

Após o processo de *due diligence* preliminar, a gestora detém informações sobre questões importantes como o indicativo de valor da empresa, as alternativas de aporte possíveis, a estrutura societária e as condições de governança que serão exigidas pelos investidores. Esse conhecimento adquirido servirá para embasar os *non binding documents*⁵⁹, o Term-Sheet e o Acordo de Confidencialidade⁶⁰.

Assim, no processo de investimento, o Term-Sheet é um dos primeiros documentos a serem preparados, uma vez que é relativamente curto, de 3 a 10 páginas, que objetiva

⁵⁶ TARTUCE, F. Teoria Geral do Contratos e Contratos em Espécie. 2015. p. 147

⁵⁷ NYBO, E. Memorando de Entendimentos para Pré-constituição de uma Startup. 2016. p. 33

⁵⁸ VENOSA, S. Direito Civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos. 2010, p 434 apud NYBO, E. 2016. p. 34

⁵⁹ Os *non binding documents* são assim conhecidos por não constituírem vínculos definitivos entre as partes, apesar de demonstrarem um avanço nas tratativas.

⁶⁰ SANTOS, L. Análise de contratos de Private Equity & Venture Capital: o alinhamento dos interesses entre fundos de investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. 2008. p. 5

apresentar os principais termos e condições de investimento que estão sendo propostos naquela negociação. O ideal do Term-Sheet é conter de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes e auxiliar na posterior consolidação da documentação definitiva⁶¹.

Dados da GVCepe apresentaram também as principais situações que inviabilizam os investimentos. As três causas com maior recorrência estão ligadas (i) à própria insustentabilidade econômica do negócio caso se formalize, de acordo com as análises feitas pela gestora, (ii) à impossibilidade de se chegar a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas entre a gestora e os empreendedores e (iii) se a empresa-alvo se encontra a mais de 100 km da gestora⁶².

Ainda que a inviabilidade do negócio e a distância sejam problemas inerentes à tese de investimento e a dinâmica de trabalho e monitoramento das gestoras, o fator predominante na não realização desses negócios reside na impossibilidade de acertar os termos do contrato, sendo predominante com 37,9% de concordância total dos gestores entrevistados pelo GVcepe⁶³. Fica clara, portanto, a relevância do momento de estruturação do Term-Sheet para determinar os direitos e garantias da gestora dentro da empresa investida. Esse documento é crucial para determinar o grau de risco em que a gestora está se expondo e quais as possibilidades minimizar suas perdas. Assim, essas negociações entre gestores e empreendedores não são pacíficas e inviabilizam grande parte dos negócios.

3.2.2 Contrato Definitivo (equity)

Os contratos definitivos são elaborados após concluídas as negociações dos termos que integraram o Term-Sheet e a obtenção de pareceres favoráveis nos *due diligences* realizadas. Desse modo, a celebração dos contratos definitivos não possui grandes inovações materiais, uma vez que as disposições relevantes já foram tratadas no contrato preliminar avençado entre as partes, ficando somente a adequação do disposto nesse primeiro contrato nas formas mais adequadas. Como o Term-Sheet contém a base de cláusulas de diferentes naturezas e objetivos, suas disposições são formalizadas em três principais documentos: o Acordo de Investimentos, o Acordo de Acionistas e o Estatuto Social.

⁶¹ SANTOS, L. Op. cit. p. 57

⁶² ABDI. 2011. p. 168

⁶³ ABDI. 2011. p.168

O Acordo de Investimentos, também chamado de Acordo de Investimento e Outras Avenças ou Contrato de Subscrição ou ainda Contrato de Compra e Venda de Ações, estabelece os termos e condições para a aquisição conjunta da participação no capital da companhia e a regulamentação de determinados aspectos da futura relação como acionistas da empresa investida. O Acordo de Acionistas que, conforme explicita o art.118 da Lei das S.A, tem como objetivo estabelecer como a relação interna da empresa se dará com “a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle”, ou seja, a delimitando a base da governança corporativa. Por fim, o Estatuto Social estabelece um panorama mais geral da empresa como as diferentes categorias de ações e seus direitos respectivos, a estrutura da governança corporativa, os direitos e deveres do administradores e também as regras para gestão do dia-a-dia da empresa⁶⁴.

Independentemente do nomen juris dado ao documentos que consolidam as cláusulas estabelecidas no Term-Sheet, a formalização desses dispositivos em diferentes documentos societários busca garantir que cada direito ou dever poderá ser executado ou cobrado de maneira mais eficiente de modo privado ou judicial. Assim, não entraremos nos pormenores formais de cada um desses documentos e sua melhor organização, bastando apenas a compreensão do papel desses contratos no cotidiano dessa indústria.

3.2.3 Contrato Definitivo (debt)

O papel do contrato dentro do fluxo que define o processo de investimento e desinvestimento em Venture Capital não é único, podendo assumir diferentes formas de acordo com o modelo escolhido. Como se trata de um investimento com base em participação acionária, após a concretização do investimento e a formalização dos investidores dentro do quadro acionário da empresa investida, o contrato se torna um regulamentador subsidiário. Com a estruturação do quadro de acionistas, a relação das partes avança de uma relação contratual para uma relação societária. Dessa maneira, as previsões constantes no Term-Sheet ou nos demais contratos de investimento passam a ser reproduzidos em documentos de regulação da própria sociedade.

Contudo, esses investimentos podem se revestir de outras formas antes de se converterem propriamente em ações. Nessa linha, o investimento como débito conversível se torna um importante elemento para a regulamentação contratual. Independentemente do

⁶⁴ SANTOS, L. 2008. p.58-61

veículo que possa ser utilizado para débito, como debêntures ou contratos de mútuo conversível, a relação existente entre as partes até a conversão se mantém conforme o contrato estabelecido.

No Brasil, o contrato de mútuo conversível foi uma das modalidades que ficaram mais conhecidas para realização de investimentos com débito conversível em ações. Esse contrato surgiu como uma adaptação à brasileira das *Convertible Notes* norte-americanas, que representam a constituição de uma dívida da empresa para com os investidores que poderá ser convertida em participação societária, segundo os termos estabelecidos previamente, em um evento de liquidez, normalmente marcado pela a entrada de um novo investidor ou a transformação societária da empresa⁶⁵.

3.3 Gestão de Risco

A opção de investimento com base débito conversível prolonga a relação entre investidores-investidas que ficará regida somente sob o prisma das disposições contratuais pactuadas até o evento de liquidez – que pode não ocorrer. Assim, o contrato elencado para reger essa relação deverá estabelecer a repartição do risco de forma a atingir um equilíbrio para ambas as partes. Segundo Bandeira (2016)⁶⁶, o ordenamento jurídico brasileiro possibilita que essa divisão de risco possa ocorrer de forma positiva ou negativa, sendo que:

“Evidentemente, os riscos que constituirão objeto de gestão pelos particulares hão de ser previsíveis, de modo a que se possa atribuir a um ou a outro contratante os efeitos de sua verificação. Ao ser repartido entre os contratantes, risco previsível passa a integrar a álea normal do contrato, compreendida como o risco externo ao contrato, o qual, embora não integre a sua causa, mantém com ela relação de pertinência, por representar o risco econômico previsível assumido pelos contratantes ao escolher determinado tipo ou arranjo contratual.”

A atuação ativa em prever os riscos do negócio e atribuir a cada contratante direitos e deveres sobre aquilo é o que se considera a gestão ativa do risco contratual. Em operações usuais em que os riscos são previsíveis ou a técnica jurídica já estabeleceu padrões a serem seguidos, a gestão ativa do risco pode prever quase a totalidade de eventualidades. Por outro

⁶⁵ NORMAN, M. How Convertible Notes Work: the most common form of seed financing. 2015. p. 2

⁶⁶ BANDEIRA, P. O Contrato Como Instrumento de Gestão de Risco e o Princípio do Equilíbrio Contratual. 2016. p. 2

lado, a gestão de risco poderá ser feita negativamente, de acordo com o que ficou conhecido como contrato incompleto. Ainda segundo Bandeira (2016)⁶⁷, pode-se dizer que:

“[o contrato incompleto] consiste, em linhas gerais, em negócio jurídico que adota a técnica de gestão negativa da álea normal. Com efeito, no contrato incompleto, as partes, deliberadamente, optam por deixar em branco determinados elementos da relação contratual, como forma de gestão do risco superveniente, os quais serão determinados, em momento futuro, pela atuação de uma ou ambas as partes, de terceiro ou mediante fatores externos, segundo o procedimento contratualmente previsto para a integração da lacuna.”

As duas alternativas presentes para a alocação do risco contratual buscam, por seus próprios meios, garantir o princípio do equilíbrio contratual e evitar a onerosidade excessiva de uma das partes. Nesse cenário, ainda que as partes optem pela gestão negativa do risco, trata-se de uma não alocação voluntária do risco previsível, ou seja, os elementos deixados em branco são aqueles poderiam compor a álea normal. Riscos que fujam da capacidade de previsão por qualquer uma das partes, que, no caso, não poderiam ser objeto de gestão de risco independentemente do modo de gestão escolhido, seja ativo ou negativo, devem receber tratamento especial⁶⁸.

Nesses casos, estamos diante de situações que ferem o princípio do equilíbrio contratual sem conexão com a vontade das partes contratantes. Para tanto, a legislação brasileira incorpora possibilidades de revisão contratual pelo judiciário. Ainda que seja tema de valiosíssima discussão legal, a revisão judicial dos contratos não é foco do presente trabalho que se limita a apontar sua existência. Como resume Paulo Tartuce: afastando qualquer discussão quanto à teoria adotada, o Código Civil de 2002 traz a revisão contratual por fato superveniente diante de uma imprevisibilidade somada a uma onerosidade excessiva.

3.4 Problemas de Agência

A Teoria da Agência surge pela década de 1930 com o trabalho de Berle e Means chamado “The Modern Corporation and Private Property”, em que os autores apontam a formação moderna do capital dentro das empresas que, por meio da dispersão acionária e a maturidade do mercado de ações, ocasionou na separação entre o binômio propriedade e controle. Acrescenta-se igualmente o trabalho de Ronald Coase, em 1937, com seu marco

⁶⁷ Ibid. p. 3

⁶⁸ Ibid. p. 3

teórico da Teoria da Firma, que apresenta o conceito de custo de transação e o introduz na própria organização empresarial.

Como na indústria de Venture Capital nos deparamos com um cenário configurado pela separação entre a propriedade e o controle, os problemas de agência são ponto crucial nessas relações. Para tanto, uma relação de agência pode ser definida como aquela em que uma das partes, o principal, faz com que um terceiro, o agente, desempenhe atividades em que será necessário delegar certa autoridade para que o agente tome decisões em nome e em benefício do principal⁶⁹.

Contudo, como ambas as partes buscam maximizar seus benefícios, é possível supor que o agente poderá tomar decisões que não seriam do melhor interesse do principal caso essas decisões estejam contrárias às vantagens por ele esperadas. Tendo essa circunstância em vista, o principal pode buscar limitar as divergências de conduta do agente ao estabelecer incentivos para o agente também receba benefícios caso não tenha atuações que prejudiquem os interesses do principal⁷⁰.

Portanto, é usualmente impossível que o principal assegure que o agente irá sempre tomar as melhores decisões do ponto de vista do principal sem concessões ou incentivos, ou seja, a custo zero. Nesse tipo de relação, o principal e o agente terão que efetuar gastos e esforços para monitorar e garantir que as partes estejam alinhadas.

Esses gastos, porém, afetam não só a relação entre as partes, como também o próprio valor da empresa. Caso ambas as partes pudessem trabalhar com cooperação irrestrita e sem qualquer custo, teríamos como resultado um valor ideal da empresa. Todavia, trata-se de um cenário hipotético, uma vez que a cooperação irrestrita sem perdas para nenhuma das partes não é factível. Assim, em um contexto real, a diferença entre o valor atual de uma empresa e o seu valor ideal em que principal e agente estariam completamente alinhados é definida como custo de agência⁷¹. Já as perdas econômicas decorrentes da divergência de interesses são chamadas de perdas residuais (*residual loss*).

No cenário apresentado, recaem sobre as gestoras de Venture Capital o custo de agência da sua relação com as empresas investidas, uma vez que faz parte da dinâmica desses investimentos um monitoramento e acompanhamento muito próximos. Contudo, a gestora faz

⁶⁹ JENSEN, M; MECKLING, W. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. 1976. p. 308

⁷⁰ JENSEN, M; MECKLING, W. Op. cit. p. 308

⁷¹ BOCATTO, E. Fundos de Private Equity no Brasil: uma análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. 2001. p. 92

um papel duplo. Na relação entre investidores e empresa gestora, os papéis se invertem e recaem sobre os investidores os custos de agência no relacionamento entre investidores e gestores do fundo, pois os gestores atuam como agentes dos investidores ao mesmo tempo em que fazem o papel de principal para as empresas investidas⁷². Porém, como já esclarecido, não serão abordados os problemas da relação investidor-gestora, trataremos somente dos problemas advindos da relação gestora-investida.

Com a realização do investimento, são inseridos no dia-a-dia da administração da investida novos interesses que fogem às suas preocupações iniciais. Donaldson e Lorsh⁷³ explicam que os executivos se veem como representantes de três diferentes grupos de stakeholders: (i) os investidores, (ii) os clientes e fornecedores, e (iii) os empregados. Assim, o processo de decisão do empreendedor envolve o cálculo do trade-off entre os interesses dos membros desses três grupos e não somente a maximização do valor da empresa⁷⁴.

Diversos outros estudos objetivaram determinar os fatores que influenciam o processo de decisão de agentes dentro de organizações, como MECKLING (1999) em seu artigo “The Nature of Man”, em que divide o comportamento dos executivos em cinco modelos que envolvem características econômicas, sociológicas, psicológicas, políticas e, segundo uma categoria criada pelos autores chamada de REMM – Modelo avaliador, Maximizador e Utilizador de Recursos⁷⁵.

De acordo com Jensen e Meckling⁷⁶, o valor econômico de uma empresa dependeria de determinadas ações de seus gestores, principalmente em relação ao consumo de benefícios não pecuniários (*non-pecuniary benefits*). Esses benefícios são aqueles considerados atrativos ao corpo gerencial, mas que não agregam nenhum valor para os acionistas, sendo que esses benefícios podem ter as mais diferentes naturezas de acordo com as motivações dos gestores envolvidos. Os autores chegam a indicar que utilização desses benefícios poderia estar atrelada aos conflitos de interesses que surgem com a diminuição da porcentagem acionária em mãos dos administradores.

Apesar dos incentivos se alterarem com a entrada de um principal com interesses diferentes do que normalmente ocorria na empresa, o comportamento dos agentes pode ser coordenado por medidas tomadas pelo principal. No ecossistema do Venture Capital, as

⁷² ABDI. 2011. p. 232

⁷³ DONALDSON, G.; LORSCH, J. Decision making at the top: the shaping of strategic direction. 1983 apud BOCATTO, E. 2001, p. 97

⁷⁴ BOCATTO, E. 2001 p. 96-97

⁷⁵ MECKLING, W. The Nature of Man, 1999 apud BOCATTO, E. 2001. p. 95

⁷⁶ JENSEN, M; MECKLING, W. 1976. p. 312

principais alternativas utilizadas ocorrem por meio de monitoramento intensivo, atividades de controle do principal sobre questões importantes, restrições orçamentárias ou sistemas de incentivos que deixem claros os interesses dos investidores⁷⁷. Tais medidas de controle poderão ser estabelecidas contratualmente entre as partes para minimizar os custos de agência.

3.4.1 O Contrato e o Problema de Agência

De acordo com Bocatto (2001), a melhor forma de se alinhar os interesses entre principal e agente está no estabelecimento de um contrato que preveja mecanismos de minimização dos problemas de assimetria informacional e de aversão ao risco. Esse recurso deve ser bem elaborado de modo a gerar melhores resultados para a empresa ao mesmo tempo que minimiza a penalidade aos empreendedores em casos de comprometimento do resultado por fatores alheios ao seu controle⁷⁸.

Segundo as definições de MILGRON e ROBERTS (1992, p 128-165) apud IHA⁷⁹, uma série de problemas ocorrem ao se estruturar um contrato dessa categoria. Primeiro, o problema relacionado à racionalidade limitada das pessoas, que são naturalmente impossibilitadas de prever ocorrências futuras, de evitar o uso impreciso da linguagem para traduzir situações reais ou do custo de se estimar soluções. Essas limitações evidenciam que nem todas as contingências podem ser antecipadas no momento de confecção do contrato, devendo muitas delas serem delegadas para o futuro. O relacionamento das partes deve se adaptar conforme o contrato evolui.

O receio do comportamento oportunista da outra parte é também uma variável que prejudica o engajamento das partes e, conseqüentemente, a maximização da eficiência da transação. Esse comportamento é conhecido como comprometimento imperfeito, o que causa mais barreiras para o fluxo de informações entre as partes.

Outro problema é o da seleção adversa, encontrado comumente nas fases de avaliação de potenciais investimentos. Pela assimetria de informação existente, a gestora pode ser induzida a avaliações incorretas do valor da empresa e, ainda que não tenha qualquer informação privilegiada antes do investimento, o mesmo problema pode ocorrer relacionado ao fluxo de informações que vai até a gestora sobre o desempenho da empresa após o

⁷⁷ JENSEN, M; MECKLING, W. Op. cit. p. 323

⁷⁸ BOCATTO, E. 2001. p. 94

⁷⁹ IHA, M. 2003. p. 28

investimento. Assim, a má-conduta da empresa investida abre espaço para um problema de desconfiança na honestidade das partes relacionadas, também chamado de risco moral (*moral hazard*).

Essas questões relacionadas aos incentivos e à coordenação do comportamento dos gestores da empresa, no caso os agentes, são custos de transação do investimento, devendo ser classificados juntamente com os demais custos de agência de um investimento de risco.

A alocação de recursos em uma determinada empresa envolve assumir parte dos lucros e das perdas da empresa investida, passando a contar com o trabalho da administração para obter o retorno esperado do seu investimento que é caracterizado pela alta assimetria de informação, incerteza e alto risco. A dependência do trabalho da administração constitui um problema de incentivo, uma vez a administração, que antes detinha a totalidade da empresa, poderá apresentar desempenho pior ao ter que dividir os lucros obtidos com investidores.

Ainda que o esforço da administração se mantenha, a empresa ainda poderá fracassar por uma série de motivos como aplicação indevida dos recursos financeiros, manutenção de uma linha de negócio que se sabia ser deficitária, manipulação das informações financeiras da empresa, ou gastos em projetos que tragam benefícios pessoais aos administradores, porém com baixos ou nenhum retorno aos acionistas⁸⁰.

Desse modo, os gestores de fundos de Venture Capital devem tomar medidas para garantir que os problemas de agência existentes não interfiram no desempenho e na segurança do investimento feito. Por esse motivo analisamos nos próximos capítulos as soluções contratuais para lidar com os interesses de ambas as partes dessa relação principal-agente.

4 AS PRINCIPAIS CLÁUSULAS PARA ALOCAÇÃO DE CONTROLE ECONÔMICO E GERENCIAL

Para além de uma visão clássica, na indústria de Venture Capital, os contratos de investimento ultrapassaram a função de meramente certificar a existência de um negócio bilateral. Esses instrumentos, na realidade, ganharam contornos muito mais complexos ao servirem como ferramentas de gestão de risco e alocação de interesses para mitigar os problemas de agência da relação gestora-investida. Não só isso, mas também adquiriram aspectos típicos de contratos incompletos como método de equilíbrio gerado posteriormente ao investimento. Assim, as gestoras passaram a orquestrar esses contratos de maneira que as

⁸⁰ TYKVOVÁ, T. What Do Economists tell us about Venture Capital Contracts? 2000 apud IHA, M. 2003. p. 33

cláusulas presentes pudessem interferir nos fatores econômico-financeiros e no controle gerencial da empresa investida.

De acordo com Feld e Mendelson (2013)⁸¹, por fatores econômico-financeiros, entende-se aquilo que está ligado ao retorno que o investidor poderá ter em um evento de liquidação futuro, como a venda da empresa ou uma Oferta Pública de Ações na bolsa de valores e, conseqüentemente, os termos do contrato que possam impactar seu ganho. Já as questões de controle se referem aos mecanismos contratuais que permitem o investidor influenciar na atuação da empresa investida. Essa influência gerencial poderá envolver diversos tipos de exercício de controle direto ou indireto.

Dessa maneira, utilizaremos a categorização e a descrição das principais cláusulas explicitadas por Feld e Mendelson (2013) para exemplificar as funcionalidades desenvolvidas nos contratos como meio de contrabalançar os problemas de agências, os riscos inerentes ao investimento e a própria dinâmica da indústria de Venture Capital.

4.1 Cláusulas sobre Aspectos Econômico-financeiros

4.1.1 Preço

Como o padrão de contratos de investimento envolvem a aquisição ou subscrição de ações da empresa investida, um dos pontos em que a maior parte da negociação se baseia é a avaliação econômica da empresa. Como *startups*, principalmente aquelas em estágio inicial, tem uma quantidade de dados financeiros insuficiente para qualquer análise financeira fidedigna quanto a seu valor de mercado, essa determinação de valor acaba ocorrendo somente na primeira rodada de investimento levando em consideração diversos fatores como estágio da empresa, experiência dos fundadores, tamanho do mercado de atuação ou existência de tecnologia protegida por patente.

Assim, dentre os termos econômicos de maior importância dentro de um investimento é o *valuation*, ou seja, a determinação do valor de cada ação da empresa investida. Quando se trata de investimentos em empresas mais maduras, o meio mais utilizado para determinação do valor das ações é pelo Fluxo de Caixa Descontado, que é um método quantitativo mais simples. Contudo, como os investimentos de Venture Capital focam em empresas jovens que

⁸¹ FELD, B.; MENDELSON, J. *Venture Deals: be smarter than your lawyer and venture capitalist*. 2013. p. 35

não possuem histórico contábil para análises mais quantitativas, as análises predominantes são avaliações relativas⁸².

Há dois meios técnicos de determinação do *valuation* da empresa: a avaliação pré-investimento (*premoney*) e a pós-investimento (*postmoney*). Geralmente, trata-se de uma questão negocial que precisa ser esclarecida no início das tratativas para não gerar entendimentos diversos entre as partes. Desse modo, *premoney* é considerada a avaliação da empresa naquele exato momento, ou seja, antes do investimento, enquanto que a avaliação *postmoney* determina o valor da empresa como se o investimento pretendido já estivesse agregado ao valor total⁸³.

Para exemplificar, digamos que um investidor⁸⁴ queira investir 2 milhões de reais em uma empresa avaliada em 10 milhões de reais. Caso o investidor esteja se referindo a avaliação *premoney*, a empresa, antes do investimento, já era avaliada em 10 milhões e, após o aporte, valerá 12 milhões. Assim, a porcentagem acionária adquirida será baseada no último valor. Os 2 milhões investidos serão equivalentes a 16,67% das ações.

	Valor	Percentual
Avaliação <i>premoney</i>	R\$ 10.000.000,00	83,33%
Investimento	R\$ 2.000.000,00	16,67%
Avaliação <i>postmoney</i>	R\$ 12.000.000,00	100%

Por outro lado, caso a avaliação tenha sido *postmoney*, a empresa já era avaliada em 10 milhões contando com o investimento. Assim, a avaliação real da empresa antes do aporte seria determinada a partir da cifra da avaliação *postmoney* menos o valor investido. Não há acréscimos no *valuation* da empresa e a porcentagem acionária será equivalente à avaliação original especificada. Os 2 milhões investidores serão equivalentes a 20% das ações.

	Valor	Percentual
Avaliação <i>premoney</i>	R\$ 8.000.000,00	80%
Investimento	R\$ 2.000.000,00	20%
Avaliação <i>postmoney</i>	R\$ 10.000.000,00	100%

⁸² ABDI. 2011. p. 181

⁸³ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 37

⁸⁴ Ao longo desse capítulo sobre as cláusulas contratuais, o termo investidor se refere a classe de agente que realizam investimento diretamente à empresa-alvo, incluindo as gestoras de Venture Capital. Não se trata do sentido usado até então que se referia aos sujeitos que alocavam seus recursos nos veículos de investimento para que esses efetuassem os investimentos.

Há também outros fatores negociais utilizados por gestoras de Venture Capital que podem alterar o *valuation* da empresa como a obrigação de *option pools*, que são reservas acionárias que servem para serem distribuídas aos colaboradores como forma de compensação ou motivação, ou como também garantias (*warrants*) de desconto em rodadas de investimento futuras ou compra de ações por preço certo em determinado prazo⁸⁵.

4.1.2 Preferência na Liquidação

Em segundo lugar na ordem de relevância econômica em um investimento estão as preferências na liquidação (*liquidation preference*). Essas preferências influem diretamente na forma de distribuição de valores derivados de um evento de liquidação, ou seja, determinam a preferência de recebimento de uma determinada classe de ações antes da distribuição para os demais acionistas até que se atinja o nível dos portadores de ações ordinárias. Essa garantia é especialmente importante nos casos em que a empresa investida é vendida por um valor abaixo do capital investido⁸⁶.

Antes da bolha das empresas “ponto com”, a preferência na liquidação era normalmente estipulada somente até a garantia do valor investido, porém, depois do estouro da bolha em 2001, investidores chegaram a estipular preferências de até dez vezes o capital investido. Essa distorção causada pela desconfiança no mercado acabou retornando à níveis normais e, hoje em dia, o direito de preferência mais usual se baseia em apenas retornar o total do investido. Esses fatos demonstram que as cláusulas de preferência de liquidação são um poderoso instrumento de alocação de risco para os investidores⁸⁷.

Além da preferência, essas cláusulas tratam também da participação dos investidores na distribuição das ações restantes após o esgotamento de seu direito de preferência. Dessa maneira, foram desenvolvidas três modalidades de participação: participação total (*full participation*), participação limitada (*capped participation*) e sem participação (*no participation*)⁸⁸.

⁸⁵ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 38

⁸⁶ FELD, B.; MENDELSON, J. Op. cit. p. 40

⁸⁷ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 41

⁸⁸ Ibid, p. 41

Na participação total, os detentores de ações com preferência na liquidação receberão sua cota preferencial e ainda participarão do rateio dos demais valores de maneira proporcional como se suas ações fossem convertidas em ações ordinárias.

Na participação limitada, os detentores de ações com preferência na liquidação receberão sua cota preferencial e participarão da distribuição dos demais valores do mesmo modo que a participação total, porém, como indica seu nome, o retorno auferido com essa distribuição estará limitada a um certo múltiplo do capital investido. Esse múltiplo é determinado contratualmente e, normalmente, já inclui o recebido como direito de preferência como “uma vez” do total devido.

Já na modalidade sem participação, o acionista com direito de preferência na liquidação não tem participação especial na distribuição dos valores além da preferência, sendo o rateio operado somente entre os detentores de ações ordinárias.

Apesar de utilizarem conceitos simples, a preferência na liquidação assume uma maior complexidade quando a empresa investida ganha maturidade e passa por diversas rodadas de investimento com diferentes investidores e diferentes avaliações de mercado. Para tanto, existem duas principais formas em que as séries de investimento dispõem suas preferências⁸⁹:

- (i) Preferências empilhadas (*stacked preferences*): cada série de investimento tem sua preferência acima da preferência da série passada, como se empilhassem cada série. Dessa maneira, os investidores da Série B exercem sua preferência primeiro do que os investidores da Série A.
- (ii) Preferências mista (*blended preferences*): todas as séries tem igual status em relação à preferência. Portanto, a distribuição da preferência ocorre de modo proporcional ao capital investido por investidor.

Para exemplificar cada uma das situações, digamos que uma determinada empresa tenha recebido duas rodadas de investimento, uma Série A, com R\$ 3 milhões de investimento em um *valuation premoney* de R\$ 10 milhões, e uma Série B com R\$ 10 milhões de investimento em um *valuation premoney* de R\$ 20 milhões. Como o grande diferencial dessa garantia está relacionada a uma venda da empresa abaixo do valor esperado, digamos que a venda foi realizada por R\$ 10 milhões.

Caso seja usada a preferência empilhada, os investidores da Série B receberiam todo o valor de venda da empresa, R\$ 10 milhões, independente do *valuation* dado na rodada, uma

⁸⁹ Ibid, p. 43

vez que seu capital investido é igual ao preço total de venda. Tanto os investidores da Série A quanto os demais sócios não receberiam nenhuma quantia.

De outro modo, caso a preferência seja mista, será levado em conta o percentual de cada Série em comparação ao total investido. Como a soma das duas rodadas é igual a R\$ 13 milhões, os investidores da Série A, que aportaram R\$ 3 milhões, receberão 23% do valor de venda empresa, que são iguais a R\$ 2.300.000,00. Já os investidores da Série B receberiam os demais 77% da venda, que são iguais a R\$ 7.000.000,00. Contudo, caso o valor a ser recebido por um desses investidores superasse seu direito de preferência, o valor excedente ao estipulado deveria ser distribuído entre os demais acionistas.

4.1.3 Pay-to-play

O *pay-to-play* é um dos termos econômicos do contrato de grande relevância na hipótese de rodada de financiamento abaixo do esperado (*downround*), em que a empresa se encontra em dificuldades financeiras. Segundo essa cláusula, nos eventos de financiamento futuros, os investidores das rodadas anteriores deverão continuar participando de maneira proporcional ao seu investimento original para manter seus privilégios acionários⁹⁰.

Por exemplo, caso um investidor da Série A, detentor de ações preferenciais com privilégios específicos como preferência na liquidação, não participe, em uma base pro rata de acordo com sua porcentagem acionária, da rodada de investimento de Série B, suas ações preferenciais deverão ser convertidas em ações ordinárias. De outro modo, caso esse mesmo investidor chegasse a participar da rodada da Série B, mas investisse menos do que seria proporcional a sua posição acionária, nesse cenário, apenas parte de suas ações preferenciais seriam convertidas em ações ordinárias. A porcentagem coberta pelo investimento continuaria com seus privilégios preferencialistas.

Há diferentes níveis de intensidade nas previsões de *pay-to-play*, mas seu intuito é manter o suporte dos investidores à empresa ao longo de todo seu ciclo de vida. Como essa espécie de investimento contém uma série de direitos ligados às ações preferenciais, principalmente as preferências na liquidação, as cláusulas de *pay-to-play* acabam assegurando que apenas os investidores comprometidos continuem com privilégios até a maturidade da empresa⁹¹.

⁹⁰ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 44

⁹¹ I FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 45

4.1.4 Vesting

Assim como a taxa de sobrevivência de *startups*, a probabilidade de permanência do mesmo grupo de fundadores até o fim da empresa é geralmente baixa. Como alternativa a esse problema, os contratos costumam prever o *vesting* dentre suas cláusulas. O *vesting* no contexto do investimento é usado como medida para garantir a permanência dos fundadores ou dos principais colaboradores até a maturidade da empresa. Essa garantia é feita a partir da estipulação de que o sócio somente adquire seu direito de participação acionária após decorrido certo período ou atingimento de certos marcos⁹².

Com esse mecanismo, em caso de um evento de vencimento antecipado do período determinado de *vesting*, como a saída do sócio, a empresa poderá efetuar a recompra dos títulos de participação societária que ainda não foram transferidos⁹³ ao ex-sócio pelo valor de emissão⁹⁴.

O *vesting* que tem o sentido de “vestir” as ações ao longo do tempo, pode ocorrer de diferentes formas⁹⁵:

Por Tempo (direto): porcentagem acionária é liberada da condição do *vesting* em proporções idênticas mensalmente ao longo de todo o período comprometido.

Por Tempo (com *cliff*): em princípio, ocorre do mesmo modo que a *vesting* por tempo (direto), somente com o acréscimo do *cliff*, período inicial de adaptação em que o sócio não tem direito a nenhum direito acionário transferido até o seu fim⁹⁶. Após o transcurso do prazo de *cliff*, a transferência de porcentagem acionária restante ocorre do mesmo modo que o *vesting* por tempo (direto).

Por Meta: a liberação de porcentagem acionária ocorre somente com o atingimento de metas ou marcos específicos, independentemente do tempo transcorrido.

Misto: a cláusula prevê a liberação de porcentagem acionária em uma combinação entre metas e tempo decorrido de acordo com o pactuado no contrato.

⁹² JÚDICE, L.; NYBO, E. Natureza Jurídica do Vesting: como uma tradução errada pode acabar com o futuro tributário e trabalhista de uma startup. 2016. p. 40

⁹³ Como o processo de *vesting* ocorre gradualmente, no evento de vencimento antecipado, o sócio mantém seus direitos sobre a porcentagem acionária que já havia direito, de acordo com o estabelecido no contrato.

⁹⁴ JÚDICE, L.; NYBO, E. 2016. p. 41

⁹⁵ KOESTER, E. Dividing up the Pie: Dealing with Initial Capitalization Issues for a Startup Company. 2009. p. 4

⁹⁶ Caso ocorra a saída do sócio antes do término do *cliff*, não haverá qualquer direito sobre porcentagem acionária da empresa.

Em relação ao tempo de duração do *vesting*, o padrão utilizado consiste em um ano de *cliff* e outros quatro anos de *vesting* até que a totalidade das ações que passe para a propriedade do sócio “vestido”⁹⁷.

No Brasil, a tendência atual é de que o *vesting* seja aplicado de maneira inversa ao padrão norte-americano. Por fatores que envolvem entendimentos tributários e até mesmo trabalhistas do CARF sobre opções de compra e sua utilização como espécie de remuneração⁹⁸, a prática legal brasileira tomou outros rumos. Enquanto no direito norte-americano o *vesting* é interpretado como um direito de aquisição de participação societária ao longo do tempo, a releitura brasileira, para melhor adaptar o instituto, foi constituído como condição de perda acionária⁹⁹.

Desse modo, o *vesting* operaria com a transferência integral da participação acionária do sócio em primeiro momento, sendo atrelada à obrigação de venda na ocorrência de evento de dissolução. A condição temporal seria ainda vigente, operando com o perda gradual efetividade da condição sobre a porcentagem a ser vendida¹⁰⁰.

4.1.5 Antidiluição

Os mecanismos antidiluição são voltados para proteger o capital investido de demais emissões de títulos conversíveis em ações ou novas subscrições de ações que possam reduzir a posição acionária do investidor. A teoria que embasa esse tipo de proteção está ligada às incertezas do investimento feito, principalmente quanto ao *valuation* feito inicialmente em empresas que não possuem histórico contábil e comercial. Assim, feito o investimento, uma vez que não é possível a devolução do capital empregado em caso de avaliação inferior a feita na rodada anterior, o mecanismo de compensação utilizado visa aumentar a proporção acionária do investidor com base nas condições atuais de preço de cada ação¹⁰¹.

Lobo & Potenza (2016) explicam que existem duas espécies de mecanismo antidiluição: baseada no preço (*ratchet-based*) e pela média ponderada (*weighted average*)¹⁰².

⁹⁷ JÚDICE, L.; NYBO, E. 2016. p. 40

⁹⁸ Para maiores informações ver julgamento da empresa Pop Internet Ltda. no Processo 10980.728541/2012-13

⁹⁹ Ibid. p. 47

¹⁰⁰ Ibid.. p 47-48

¹⁰¹ LOBO, C.; POTENZA, G. Investimento Venture Capital e Private Equity: considerações práticas e jurídicas. 2016. p. 309

¹⁰² LOBO, C.; POTENZA, G. Op. cit. p. 310

O mecanismo baseado no preço leva em conta diretamente o preço pago originalmente e o valor de cada ação na nova rodada de investimento. Essa cláusula poderá prever também diferentes intensidades, podendo ser determinado para conversão total (*full ratchet*) do capital investido ou até outras porcentagens como meia-conversão (*half ratchet*). A consequência do uso de uma cláusula de conversão total é que, em uma rodada subsequente de investimento, em que o preço por ação for inferior ao pago pelo investidor na rodada anterior, aplica-se uma alteração na taxa de conversão das ações desse primeiro investidor de modo que o capital comprometido seja convertido em ações pegando o preço mais baixo equivalente dessa nova rodada.

Por gerarem diluições mais agressivas para o fundadores, o padrão do mercado é o uso da *weighted average*, ou seja, a média ponderada. Esse mecanismo leva em consideração para o cálculo da taxa de conversão o tamanho e o preço da rodada que ocasionou o uso da previsão de antidiluição.

Além do impacto econômico, essas previsões têm um forte efeito sobre o controle da empresa. Uma vez que um *downround* pode afetar consideravelmente a quantidade de ações dos fundadores, essa previsão acaba motivando o desempenho da empresa sempre para rodadas com *valuation* cada vez mais alto. Por conta desse fator, em muitos casos, outros investimentos de menor valor que poderiam ser agregados ao projeto acabam sendo recusados pela própria empresa para evitar diluição dos investidores anteriores¹⁰³.

4.2 Cláusulas de Controle Gerencial e Monitoramento

4.2.1 Eleição da Administração

A eleição de membros do Conselho de Administração da companhia é um mecanismo de controle crucial para os investidores exercerem influência diretamente em questões estratégicas e executivas da empresa.

A formação desse Conselho é feita a partir da distribuição dos direitos de eleição dos membros entre fundadores e investidores. Em um exemplo de composição, um Conselho formado por cinco membros, dois seriam escolhidos pelo investidor, dois pelos fundadores ou acionistas ordinários e um seria escolhido a partir de comum acordo entre ambas as partes¹⁰⁴.

¹⁰³ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013. p. 51

¹⁰⁴ Ibid, p. 53

Nesse caso, alguns investidores tendem a demandar que essa cadeira de comum acordo seja ocupada pelo CEO em exercício. Logo, no início da empresa, como o cargo de CEO é normalmente ocupado por um dos fundadores, essa medida pode parecer vantajosa para os empreendedores. Contudo, com o crescimento da empresa, muitas vezes o CEO pode ser substituído e, com isso, também é substituída a cadeira no Conselho para ser ocupada por administradores de carreira¹⁰⁵.

4.2.2 Provisões Protetivas

As provisões protetivas podem aparecer tanto como direitos de veto ou necessidade de concordância dos investidores como também aumento do quórum mínimo para aprovação de determinadas matérias. Essas estipulações são estabelecidas para determinadas ações ou situações em que a empresa se encontre e que podem afetar significativamente a companhia. Por afetar a dinâmica de poder entre os sócios e gerar a necessidade de validação dos investidores para tópicos diretamente gerenciais, trata-se de uma área sensível, em que a administração da empresa e investidores acabam focando boa parte das negociações¹⁰⁶.

Algumas das exigências padrão feitas pelos investidores incluem questões como mudança de direitos de acionistas, criação de nova classe de ações ou emissão de novas ações de uma mesma classe, venda da companhia, fusões e demais transformações societárias, mudanças no conselho diretor, empréstimos e endividamento, dentre outras. Como se pode ver, as provisões tendem a proteger o investidor de mudanças que possam alterar seu controle definido no contrato de investimento ou mudanças que possam afetar radicalmente o valor do investimento¹⁰⁷.

Contudo, empresas mais maduras costumam passar por diversas rodadas de investimento, o que pode acarretar a existência de diversas classes de ações preferenciais. Assim, cada nova classe atinge a discussão de como serão dispostas suas provisões protetivas, tendo em vista a presença de provisões do investidor anterior. Nessas casos, são possíveis duas situações: os novos investidores contratam suas próprias provisões protetivas ou se alinham às condições já estipuladas¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Ibid, p. 53

¹⁰⁶ Ibid, p. 53

¹⁰⁷ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 54

¹⁰⁸ Ibid, p. 55

Para os fundadores, a existência de múltiplas previsões de consentimento dos investidores pode gerar distorções de controle quando comparado à porcentagem em posse desses investidores. Como cada rodada tende a diminuir o percentual oferecido em contrapartida pela empresa, a previsão de consentimento para um investidor mais tardio pode significar controle total sobre determinado tema, ainda que o investidor detenha somente 5% das ações da empresa¹⁰⁹.

Por outro lado, em momentos de aquisição, a possibilidade de veto dos investidores pode servir de peso na negociação do valor de compra, uma vez que a oferta deve ser alta o suficiente para garantir o consentimento dos investidores.

4.2.3 Drag Along

A cláusula de Drag Along é um importante meio de controle dos investidores sobre os fundadores. Essa previsão contratual tem como função forçar ou, conforme a tradução do termo nos explica, arrastar os demais portadores de determinada classe de ações a ingressarem em um processo de venda de ações caso outra o inicie. Assim, independente da vontade desses acionistas, a cláusula de Drag Along cria um laço entre acionistas ou classes de acionistas para aumentar o poder de barganha dos investidores na hora de um desinvestimento¹¹⁰.

Contudo, a venda das ações não precisa necessariamente ter como ocorrência a venda integral da empresa, o que pode ocasionar, de acordo com o estipulado em contrato, a alienação parcial das ações que acompanhariam proporcionalmente a classe que iniciou o procedimento.

4.2.4 Direito de Conversão

Considerada uma das questões não negociáveis em um contrato de investimento, o direito de conversão está relacionado à possibilidade do investidor converter suas ações preferenciais em ações ordinárias. Muitas vezes essa tática de conversão é aplicada em

¹⁰⁹ Ibid., p. 55

¹¹⁰ FELD, B.; MENDELSON, J. 2013, p. 56

cenários de liquidação em que o investidor teria maior vantagem caso suas ações fossem convertidas como ordinárias, conforme as disposições de preferência na liquidação¹¹¹.

Outra situação em que o direito de conversão é utilizado está ligada à Oferta Pública de Ações de empresas baseadas em capital de risco. Nesses casos, a previsão de uma conversão automática para todos os acionistas é de grande interesse dos investidores, uma vez que o mercado tem reações muito melhores a empresas sem diferentes classes de ações já em sua abertura¹¹².

A previsão legal da convertibilidade das ações está no art. 19 da Lei das Sociedades Anônimas que dispõe sobre os assuntos passíveis de regulação pelo estatuto da sociedade:

Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

Apesar da utilização de ações preferenciais no Brasil ainda não ser muito recorrente para a indústria de Venture Capital, investidores brasileiros empregam o termo conversão para se referir ao direito de conversão de títulos de dívida em participação acionária. Nesses instrumentos, como já explorado, o capital é primeiramente disponibilizado por meio de um contrato de mútuo acompanhado de condições que desencadeariam a conversão do valor mutuado em ações da empresa mutuante.

O uso de dívida conversível visa gerar incentivos ao empreendedor a buscar os interesses dos investidores na condução da empresa. Como o investimento acontece por meio de dívida, o empreendedor ainda detém a totalidade acionária da empresa, porém, caso haja atuação desconforme ao esperado, a dívida poderá ser convertida em ações para que a gestora possa intervir diretamente. Em casos mais extremos, visto que o investidor não é parte do quadro acionário poderá se desvencilhar da empresa investida sem maiores burocracias.

A eficácia do instrumento está diretamente relacionada às condições estabelecidas para conversão. No Brasil, essa é uma modalidade conhecida e utilizada pelo BNDES por meio de debêntures conversíveis em ações¹¹³.

4.3 Cláusulas com Função Mista

¹¹¹ Ibid, p. 57

¹¹² Ibid, p. 58

¹¹³ IHA, M. 2003. p. 51-52

Iha (2003) avalia também as principais medidas tomadas pelas gestoras de Venture Capital no Brasil para mitigar o problema de agência na fase de estruturação do investimento e monitoramento da empresa investida. Segundo ele, seriam elas: (i) o co-investimento com outros veículos de capital de risco; (ii) o escalonamento dos aportes de capital; (iii) a utilização de dívida conversível; (iv) a transformação da empresa em Sociedade Anônima; (v) a exigência do controle acionário da empresa; (vi) a imposição da cláusula de governança corporativa e solução de impasses; (vii) a remuneração do empreendedor vinculada ao desempenho da empresa; (viii) a indicação do gerente financeiro da empresa investida; e (ix) o monitoramento intensivo.

Como muitos desses temas já foram abordados nos tópicos anteriores, serão desenvolvidos somente aqueles que indicam novas soluções ou que foram pouco explorados até o momento.

4.3.1 Transformação da empresa em Sociedade Anônima

A transformação das empresas investidas em Sociedades Anônimas não era somente uma prática de governança, mas uma condição estabelecida por meio de instruções normativas. Os fundos estabelecidos segundo legislação brasileira, não poderiam efetuar investimentos em empresas com outra configuração societária. Desse modo, tanto a Instrução CVM nº 209/94, que regulamentava os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, como a Instrução CVM nº 391/03, que regulamentava o formato dos Fundos de Investimento em Participações, traziam como condição do investimento a conversão da empresa-alvo em Sociedade Anônima.

Os fundos estrangeiros apesar de possuírem maior flexibilidade nesse quesito, evitavam investimentos em Sociedades Limitadas, uma vez que as Sociedades por Ações trazem maiores benefícios como regras de governança legalmente executáveis e legislação expressa com proteção aos direitos dos minoritários¹¹⁴.

Essa condição legal, contudo, foi revogada pela edição da IN 578 da CVM que ampliou o leque de possibilidades de investimentos para abarcar as Sociedades Limitadas feitos por FIPs, visando desburocratizar o investimento em *startups* e outras empresas de menor complexidade societária.

¹¹⁴ IHA, M. 2003, p. 53

4.3.2 Escalonamento dos aportes de capital

O escalonamento é uma das soluções mais populares entre os investidores por possibilitar um maior período de monitoramento sem grandes comprometimentos financeiros. Assim, o capital dedicado ao investimento pode ser dividido ao longo do tempo ou por metas de desempenho da empresa, o que possibilita ao investidor decidir com maior precisão sobre prosseguir ou abandonar o investimento antes de comprometer todo o capital disponível. Conjuntamente, o escalonamento obriga a administração a apresentar performances mais arrojadas a fim de garantir que as métricas sejam cumpridas e os demais aportes sejam feitos¹¹⁵.

Apesar de reduzir o problema de assimetria de informação, Cornelli e Yosha (1998)¹¹⁶ realizaram um estudo sobre um dos lados negativos do escalonamento de aportes, o problema de *window dressing*. Nesse cenário, tomando como pressuposto que o a administração não realizou aportes no negócio e, portanto, todo o capital é proveniente de investidores externos. Nesse caso, a administração é motivada a buscar a continuidade do projeto independentemente dos resultados alcançados, logo, nos momentos de decisão de abandono ou prosseguimento do investidor, a administração tem incentivos para manipular os indicadores de performance a curto-prazo para manter seu projeto em atividade.

Desse modo, ainda que a haja o escalonamento dos aportes, é necessário que o ônus de manutenção do projeto não esteja direcionado somente aos investidores. Os incentivos de continuidade ou não da iniciativa devem atrelar também riscos à administração de modo que a desistência do projeto não seja vista somente como a perda de um benefício.

4.3.3 Remuneração do empreendedor vinculada ao desempenho da empresa

Como forma de reduzir o risco de atividades que entrem em conflito com os interesses dos investidores, o atrelamento da remuneração da administração à performance da empresa impede que os recursos da empresa sejam aplicados em projetos que tragam benefícios somente à administração e não aos acionistas.

¹¹⁵ IHA, M. 2003. p. 50

¹¹⁶ CORNELLI, F.; YOSHA, O. Staging Financing and the Role of Convertible Debt. 1998 apud IHA, M. 2003, p. 51

A distribuição de ações e as opções de compra de ações são os mecanismos mais utilizados para evitar esses conflitos. Nesse caso, o *vesting*, como já abordado anteriormente, exerce o mesmo efeito para obstar comportamentos oportunistas ou de abandono. Do mesmo modo, as cláusulas de diluição acionária podem ser utilizados como mecanismos de controle caso o empreendedor falhe em atingir suas metas¹¹⁷.

Os incentivos criados por meio da remuneração podem ser estendidos a toda a alta-gestão da empresa e fazem parte de um dos mais poderosos meios de se evitar comportamento oportunista dos gestores da empresa investida.

Nas entrevistas realizadas por Iha¹¹⁸, observou-se um modelo de remuneração dos executivos da empresa investida com um salário fixo adequado, mas com a maior parte da remuneração vinculada a metas de performance pessoal e da empresa, podendo chegar a até 70% da remuneração anual. Alguns exemplos dos instrumentos utilizados para a remuneração variável se dividiam entre política de bônus anual, participações acionárias ou opções de compra de ações.

4.3.4 Indicação do administrador financeiro da empresa investida

A indicação de um administrador financeiro é negociada pela maioria dos investidores, independentemente da qualidade da equipe que compõe a empresa investida. Tal exigência se baseia em três razões principais: (i) a devida destinação dos recursos aportados nas iniciativas propostas no plano de negócio apresentado; (ii) a presença de um executivo de confiança do investidor evita manipulação de informações financeiras sobre o desempenho da empresa¹¹⁹; (iii) o processo de profissionalização exigido do corpo gerencial pode não ocorrer na velocidade desejada pelo investidor e, desse modo, um administrador experiente do mercado supre essa lacuna de modo imediato¹²⁰.

4.4 Eficácia das cláusulas em face dos problemas de agência

A análise das cláusulas utilizadas nos contratos de investimento de Venture Capital deixa clara a preocupação das gestoras no monitoramento e controle da empresa investida.

¹¹⁷ IHA, M. 2003. p. 56

¹¹⁸ IHA, M. Op. cit. p. 57

¹¹⁹ Conforme já citado o caso de *window dressing*.

¹²⁰ IHA, M. 2003. p. 57

Seria possível organizar tais previsões de diversas maneiras para uma melhor visão do panorama contratual, mas, é possível notar três principais pontos que, apesar de amplos, resumem o propósito do contrato: proteger o capital investido, convergir os trabalhos da administração da empresa investida conforme os interesses da gestora e maximizar os lucros na ocorrência de evento de liquidação.

Esses objetivos gerais buscam também, por meio da proteção do investimento e da convergência de interesses, reduzir os custos de agência derivados das possíveis situações em que o agente, a empresa investida, pudesse dar maior importância a interesses que sejam prejudiciais ou que não gerem proveitos aos interesses do principal, a gestora. Assim, essas disposições, concomitantemente, têm o intuito de lidar com três problemas de agência específicos enfrentados na estruturação de contratos dessa espécie, que seriam o problema relacionado à racionalidade limitada das partes, o receio do comportamento oportunista e a seleção adversa, os quais já foram tratados no capítulo anterior.

Cada cláusula trabalhada traz abordagens diferentes e combinadas para reduzir os custos de agência e obter o máximo de eficiência da empresa investida. Previsões de alocação do poder decisório por meio da alteração na composição da administração ou de direitos de veto à gestora, buscam, ao mesmo tempo, proteger o capital investido, criar meios de resoluções de situações que não seriam possíveis de se prever em contrato e ainda, por meio desse controle, evitar comportamentos oportunistas da investida.

Nessa mesma linha, diversas disposições buscam formar meios de incentivar a atuação da administração conforme o melhor interesse da gestora. Em uma mistura de benefícios e risco à administração, cláusulas como vesting, escalonamento dos aportes de capital e remuneração vinculada ao desempenho da empresa são condições chave utilizadas para manter a administração ativamente buscando os melhores resultados pelo maior período possível. Essas cláusulas, ao colocarem os interesses da própria administração em risco, buscam impedir que a administração usufrua de benefícios que não tragam boas repercussões econômicas para a empresa.

Além desses problemas singulares dos problemas de agência, as demais previsões contratuais garantem que o risco do investimento seja reduzido por meio de proteções ou privilégios especiais na ocorrência de evento de liquidez. A preferência na liquidação, a cláusula antidiluição e o direito de conversão são exemplos de garantias de maior retorno ou de correta avaliação do capital investido. Um destaque seria a cláusula antidiluição que tem importante papel ao trazer equilíbrio acionário para a relação caso, em face do problema de

seleção adversa e da assimetria de informação, no momento de aporte do capital, a avaliação econômica feita não esteja de acordo com o valor real da empresa. Esse descompasso, por meio dessa cláusula, pode ser ajustado de acordo com rodadas futuras de investimento.

Portanto, fica evidente que os incentivos conduzidos pelas cláusulas aqui estudadas são fundamentais para assegurar que os melhores resultados sejam obtidos da operação sem que o risco extremo ou os interesses distintos sejam empecilhos para a manutenção da indústria de Venture Capital. Desse modo, para além da forma com que esses dispositivos se constroem, a compreensão de seus incentivos e desincentivos para a redução dos custos de agência e para a redução do risco devem ser de grande proveito para os contratos elaborados segundo a legislação brasileira.

5 CONTRAPONTO INTERNACIONAL E SITUAÇÃO LEGAL BRASILEIRA

5.1 Comparativo Estados Unidos e Cenário Internacional

A escolha do estudo das cláusulas mais utilizadas pelas gestoras de Venture Capital norte-americanas de maneira nenhuma tenta argumentar sua superioridade natural sobre os contratos realizados no Brasil. A análise desses mecanismos visa a compreender como se dá a alocação de direitos e deveres dentro do contrato e trazer insumos para futuras discussões sobre a real efetividade dos instrumentos utilizados na prática legal brasileira comparada ao cenário internacional.

Não se intenta, portanto, demonstrar que o puro transplante legal da estrutura contratual norte-americana seja a solução para maior efetividade nas relações entre gestoras e investidas, mas sim que a experiência da indústria norte-americana possa abrir novas portas para novas práticas de contratos financeiros.

Nesse condão, apesar das cláusulas apresentadas receberem o destaque entre as mais indicadas para minorar os possíveis conflitos da relação entre as partes e, conseqüentemente, para a estruturação de um contrato de investimentos, o cenário da indústria de Venture Capital não pode ser vista como uma zona uniforme em que todos os pressupostos são válidos para todas as localidades. As diferenças legais e econômicas de cada país devem determinar qual modelo de contrato e quais previsões devem ser melhor aplicadas para o sucesso do negócio como um todo.

Em um estudo comparativo, Kaplan, Martel & Strömberg (2006), analisaram 145 investimentos realizados em 107 companhias por 70 gestoras de fundos de Venture Capital de

23 países diferentes. Nesse estudo, o foco dos autores estava em averiguar como as diferenças legais e as experiências anteriores podem afetar os contratos financeiros utilizados nesses investimentos¹²¹.

Primeiramente, como amostra inicial das diferenças dessa indústria pelo mundo, destaca-se a variação do papel das ações preferenciais conversíveis. Enquanto que, nos financiamentos feitos nos Estados Unidos, as ações preferenciais participavam de alguma maneira em cerca de 95% deles, pouco mais de 54% dos financiamentos fora dos Estados Unidos utilizam essa classe de ação. Do outro lado, contudo, as ações ordinárias abarcam a maioria dos investimentos feitos fora dos Estados Unidos, com 28% de representação, contra somente 1% dos investimentos americanos. Acrescenta-se a esses números ainda a porcentagem de 14,5% referente ao uso de ações ordinárias sêniores, que seriam uma espécie de ação ordinária com preferência na liquidação prioritária, em financiamentos fora dos Estados Unidos¹²².

A análise da amostra de contratos aponta dados interessantes no tocante à alocação de controle e mecanismos de incentivo dentro da relação gestora e investida. Cláusulas voltadas para criar sinergia entre os interesses das partes como direito de antidiluição, gatilhos de desempenho e *vesting* das ações dos fundadores tem menor presença nos contratos financeiros fora dos Estados Unidos ao mesmo tempo em que a porcentagem acionário detida por essas gestoras também é menor¹²³.

Em relação à preferência na liquidação, em quase a totalidade dos contratos estudados dos Estados Unidos (97%) a alocação de direitos de preferência na liquidação sobre as ações ordinárias ocorre por uma quantia maior do que o total investido. Por outro lado, a preferência na liquidação aparece em menor quantidade nos contratos de outros países, trazendo inclusive cláusulas que preveem preferências de liquidação menores do que o montante investido¹²⁴.

Já sobre o controle direto da empresa por meio do conselho de administração, apesar da porcentagem de cadeiras ocupadas pelos gestores de fundos de Venture Capital ser similar em todos os países estudados, gestoras norte-americanas tendem mais a obter o controle do conselho das empresas que compõem seu portfólio. Do mesmo modo, a presença de cláusulas que possibilitem a compra das ações emitidas no mercado pela própria empresa constitui uma

¹²¹ KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts? 2006. p. 1-2

¹²² KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. 2006. p. 9

¹²³ KAPLAN, S; STRÖMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: Evidence from venture capital contracts. 2003 apud KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. 2006. p. 10

¹²⁴ KAPLAN, S; STRÖMBERG, P. 2003 apud KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. 2006. p. 10

das principais ferramentas de controle dos gestores dos fundos sobre o valor das ações e sobre situações de venda da empresa investida¹²⁵.

As diferenças apontadas podem ter origem em uma série de fatores¹²⁶, incluindo a possibilidade de que previsões contratuais utilizadas majoritariamente em um país possam ser completamente inviáveis ou dificilmente compreendidas e executadas pelo sistema judiciário estrangeiro. Dissidências que são muitas vezes criadas por agentes econômicos que necessitariam de maiores mecanismos protetivos para superar as deficiências legais existentes, mas mesmo assim, muitas dessas cláusulas podem não ganhar reforço judiciário por suas inovações que destoam da legislação vigente¹²⁷.

A aplicabilidade de contratos no estilo norte-americano, apesar das diferenças legais que possam aparecer em cada país, não é limitada pela inexistência de um ou de outro instituto na legislação local. É fundamental que a compreensão desses direitos e deveres vá além das cláusulas em si e se enfoque nos incentivos que carregam. Uma vez compreendido o contrato como um sistema de incentivos, as inúmeras alternativas contratuais estarão disponíveis para sua melhor utilização.

Essas diferenças que abrem questionamentos sobre possíveis lacunas em que a técnica jurídica poderá atuar para gerar contratos mais robustos que tragam incentivos mais claros e que gerem maior eficiência para cada parte da operação.

5.2 Brasil: Lei de Investimento Anjo

O desenvolvimento da indústria de Venture Capital tem ganhado maior relevância e atenção para os olhos do Poder Público brasileiro, que busca, por meio de novas regulamentações, criar um ambiente mais propício para investidores e empresas em busca de capital. As duas inovações normativas que alteraram esse ecossistema foram a Instrução Normativa nº 578 da CVM, que ampliou o rol de categorias dos FIPs para atender melhor os investimentos em empresas em estágio inicial, e a Lei Complementar nº 155/2016, conhecida como Lei de Investimento Anjo, que regulamenta essa espécie de investimento a fim de dar maior segurança jurídica aos investidores.

¹²⁵ KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. 2006. p. 11

¹²⁶ Os autores utilizam alguns indicadores para avaliar as diferenças em cada legislação: rule of law, ambiente tributário, regras contábeis, regras falimentares, proteção de acionistas minoritários, possibilidade de recompra das ações pela própria empresa direto do mercado, eficiência do sistema judiciário e, por fim, a confiabilidade da empresa investida para com o Venture Capital.

¹²⁷ KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. 2006. p. 12

Como a IN 578 já foi abordada no capítulo referente aos Fundos de Investimento, trataremos aqui das mudanças trazidas pelos artigos 61-A a 61-D da Lei de Investimento Anjo para o panorama brasileiro de Venture Capital.

A indústria de Venture Capital, em uma visão global, busca maximizar seus ganhos na saída do investimento (*exit*) segundo uma perspectiva de aumento do valor de mercado da empresa até a alienação de suas ações em um evento de liquidação. Assim, são cinco os principais meios de saída dos investidores: a Oferta Pública de Ações – OPA, a empresa abre seu capital e passa a ser negociada no mercado de ações; aquisição (*trade sale*), a empresa é comprada inteiramente por uma companhia maior, usualmente essa é uma aquisição estratégica de tecnologia, fatia de mercado ou pessoal; venda secundária, somente o fundo aliena suas ações para outra companhia ou para outro veículo de investimento; compra de volta (*buyback*), as ações que pertencem ao fundo são compradas pelos próprios fundadores da empresa investida; e liquidação da empresa, os investidores saem do negócio com pouco ou nenhum retorno¹²⁸.

Como o ciclo de investimento encerra-se somente com a saída do investimento o processo de seleção de potenciais empresas envolve desde sua concepção as possíveis perspectivas da saída para o investidor. No Brasil, apesar de apresentar algumas saídas bem-sucedidas para os investidores, dificilmente são realizadas Ofertas Públicas de Ações. Assim, a saída de investidores de Venture Capital se concentra na venda estratégica ou na revenda das participações para os empreendedores ou sócios¹²⁹.

Desse modo, como coloca Iha (2003)¹³⁰, uma das principais consequências dessa limitação no momento de saída é a dificuldade na obtenção de capital pelas empresas que buscam investimento, uma vez que, além de precisarem demonstrar ser econômica e mercadologicamente viáveis, deverão também aparentar ser estrategicamente interessantes para alguma empresa maior do seu ramo de atuação. O mesmo problema ocorre para o lado das gestoras, uma vez que deverão identificar logo de início quais oportunidades de venda estratégica poderão ser realizadas com a empresa que se pretende investir.

A nova legislação brasileira, contudo, não caminha de modo a tratar o investimento anjo feito em empresas em estágio inicial segundo a modalidade clássica de participação

¹²⁸ CUMMING, D.; FLEMMING, G. A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets. 2002. p. 5-6

¹²⁹ RIBEIRO, L.; DE ALMEIDA, M. A predominância da “venda estratégica” nas estratégias de capital de risco no Brasil: uma perspectiva empírica. 2003 Apud IHA. 2003. p. 16

¹³⁰ IHA. 2003. p. 16

acionária com perspectiva de liquidação do investimento em longo prazo, mas sim como débito. Essa previsão legal cria mecanismos de remuneração recorrente ao investidor que lembram muito mais as características de mútuo.

Vale diferenciar ainda que não se trata de adequação do instrumento de mútuo conversível, modalidade de investimento comum no Brasil, que comunga aspectos tanto de *debt* quanto de *equity*, uma vez que o investimento é feito inicialmente como empréstimo com opção de conversão do devido em ações em lugar de execução do valor devido. O empréstimo tratado na nova lei não se refere a qualquer hipótese de conversão do débito em participação acionária.

Como o investimento anjo é voltado para empresas nos estágios mais iniciais e envolvem investimentos de menor monta, as empresas enquadradas para admissão do capital anjo seriam somente empresas qualificadas como microempresas ou empresas de pequeno porte. Delimitação que coloca, respectivamente, empresas com receita bruta de até R\$ 360.000,00 ou 4.800.000,00¹³¹.

Os agentes investidores, denominados investidores anjo, poderão tanto ser pessoas jurídicas quanto pessoas físicas, incluindo os fundos de investimento¹³². Uma diferença relevante em comparação com a regulação supramencionada da CVM, a LC 155/2016 não requer que os investidores sejam configurados como investidores qualificados¹³³, de acordo com suas normas, estando aberta para qualquer investidor.

Conforme explicitado anteriormente, o investimento é feito com base em dívida e uma característica distinta dessa modalidade de investimento é que o aporte de capital anjo não integrará o capital social da empresa¹³⁴, logo, o investidor-anjo não será considerado sócio nem terá qualquer direito de gerência ou voto na administração da empresa. Assim como não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em relação à recuperação judicial e à desconsideração da personalidade jurídica, conforme o art. 50 do Código Civil¹³⁵.

Essa previsão gera certa dúvida sobre a dinâmica de controle nos investimentos anjos daqui para frente. A não participação do quadro de acionistas impossibilita que o investidor

¹³¹ Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

¹³² Art. 61-A §2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

¹³³ A regulamentação de investidores qualificados foi tratada no presente trabalho em capítulo específico em relação aos Fundos de Investimento.

¹³⁴ Já mencionado Art. 61-A *caput*

¹³⁵ Art. 61-A §4º II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil

estabeleça mecanismos de interferência na gerência por meio de estipulações societárias. Assim, as previsões de controle gerencial e econômico apresentadas no presente trabalho para mitigar os problemas de agência na relação poderão ser aplicadas somente a partir da relação contratual entre o investidor e a empresa investida.

Dado que o recurso comprometido não será convertido em participação acionária, a remuneração do capital investido será feita de forma recorrente enquanto estiver em vigência o contrato de investimento. Segundo a própria lei fica estipulada a limitação temporal para o contrato de investimento de sete anos, nos quais a remuneração do capital poderá ser aplicada somente nos últimos cinco anos, excluídos os dois primeiros. Ao final de cada período, portanto, o investidor-anjo terá direito à remuneração correspondente aos resultados distribuídos não superior a 50% dos lucros da sociedade, ou seja, a remuneração prevista se baseia em percentual do lucro anual¹³⁶.

De outra maneira, o investidor-anjo poderá exercer direito de resgate do capital depois de, no mínimo, dois anos decorridos do aporte. Situação em que seus haveres serão pagos segundo o procedimento de resolução da sociedade em relação a um sócio, ou seja, com levantamento de balanço especial para determinação da situação patrimonial da empresa e liquidação, conforme o art. 1.031 do Código Civil. Contudo, o resgate de capital não poderá ultrapassar o valor investido devidamente corrigido¹³⁷.

Mantendo ainda o foco nas alterações de governança corporativa que a inovação legislativa possa trazer, não se discutirá as vantagens tributárias que foram estabelecidas na nova norma, apesar de sua grande relevância para um ambiente mais propício ao desenvolvimento de negócios reais e não a tributação agressiva de quem produz. As previsões mais voltadas à proteção do investidor foram limitadas somente às hipóteses de aquisição da empresa investida antes do fim do contrato de investimento.

De acordo com o disposto, em caso de decisão de venda da empresa pelos sócios, o investidor-anjo terá dois direitos legais garantidos. Primeiro, o direito de preferência pela aquisição da empresa, embora, não tenha sido mencionado o prazo para o exercício desse direito de preferência. Segundo, uma modalidade de *drag-along* em que o investidor terá direito de venda conjunta da titularidade do aporte nos mesmo termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares¹³⁸.

¹³⁶ Art. 61-A §4º, III c/c art. 61-A §5º

¹³⁷ Art. 61-A §7º

¹³⁸ Art. 61-C

Desse modo, fica clara a lacuna existente para garantir a real segurança do investidor em investimentos com grau de risco tão elevado. Apesar da Lei de Investimento Anjo buscar a segurança jurídica para quem realiza e recebe essa espécie de investimento, a proteção das partes no desenvolvimento de uma relação principal-agente não foi devidamente tratada, principalmente pelo fato de que o investimento anjo ser feito majoritariamente por investimentos diretos sem o auxílio de gestoras.

Ainda que se tenha à disposição diversos mecanismos contratuais elaborados para essas relações, o novo cenário de investidor anjo gera desafios para que esses contratos financeiros se adaptem a essa realidade para regular tanto a relação entre as partes quanto sua capacidade de ser executável judicialmente.

6 CONCLUSÃO

Em um mercado altamente dinâmico e desafiador – e muitas vezes internacional – o papel assumido pelos contratos e pelos próprios operadores do Direito, tem fundamental importância para o futuro do ecossistema de inovação local. Assim, a presente pesquisa passa brevemente pela introdução ao tema por meio da perspectiva atual e histórica da indústria de Venture Capital. O surgimento da indústria nos Estados Unidos e sua manutenção como maior expoente nesse mercado nos coloca obrigatoriamente frente a seus institutos e práticas como marcos legais.

Ao longo dos anos, ainda que o Brasil tenha despontado como uma das grandes potências no mercado de capital de risco, os aspectos legais e regulatórios necessários para um maior suporte à prática surgiram tardiamente e alguns, como a própria natureza jurídica dos fundos de investimento, ainda são motivo de discussão. Para a indústria de Venture Capital, especificamente, as adaptações feitas aos regulamentos para melhor abarcar empresas em estágio inicial foram realizadas somente em 2016 com a IN 578 da CVM.

O crescimento do ecossistema de empresas em estágio inicial com potencial de alto impacto depende de investimentos de risco como o Venture Capital e esse, por sua vez, depende da devida aplicação das técnicas legais para gerenciamento do risco do negócio. Assim, a indústria desenvolveu diversas práticas para mitigar esses problemas como processos rigorosos de seleção, acompanhamento intensivo das empresas investidas e maior sofisticação nos contratos utilizados.

Apesar do presente trabalho se enveredar pela face contratual desse universo em constante desenvolvimento, não se trata somente da elaboração de melhores contratos, mas no avanço da segurança jurídica e econômica das partes envolvidas. Cada lado da equação é fundamental para o fortalecimento do ecossistema de *startups* e inovação brasileiro e o Direito deve servir como mitigador dos riscos de transação envolvidos. É necessário que o próprio Direito como um todo, com sua rigidez e sua burocracia, seja confrontado pelas novas técnicas jurídicas sem se acanhar em velhos institutos ou meias soluções.

Justamente por crescer de forma natural em cenários tão inseguros e desconhecidos, a indústria de PE/VC se tornou o ambiente ideal para a aplicação de diferentes teorias contratuais que deram origem às disposições modernas que visam lidar com as assimetrias de informação e mitigar os problemas de agência existentes. Para tanto, foram elencadas as principais cláusulas utilizadas nos contratos de investimento, em caráter preliminar ou definitivo, para a alocação do controle econômico e gerencial na governança da empresa investida.

Essas previsões contratuais têm o intuito de atrelar os interesses da empresa investida com os interesses de maximização de lucro e eficiência. Assim, as cláusulas de controle econômico-financeiro visam proteger o investimento realizado, principalmente em face da possibilidade de imprecisão na avaliação econômica da empresa ou perda de participação acionária, de modo a equilibrar a participação das partes a partir de eventos futuros. Já as cláusulas de controle gerencial são implementadas com o intuito de garantir poder de ingerência e monitoramento à gestora e principalmente para evitar que a administração da empresa investida tome decisões críticas que sejam prejudiciais aos interesses dos investidores.

Ainda foram trazidas algumas previsões contratuais que podem ser consideradas como cláusulas mistas, apesar de todas as disposições discutidas envolverem ambas características de controle. Essas previsões abarcam soluções de caráter mais macro do investimento como o escalonamento dos aportes, a transformação da empresa, a vinculação da remuneração dos empreendedores ao desempenho da empresa e etc.

Os contratos, portanto, se tornaram ferramentas de alocação do risco e por meio de interferência direta na governança corporativa das empresas investidas e atrelamento de questões financeiras a eventos futuros como meio de diminuir o impacto da assimetria de informação existente no momento do investimento.

Dentre os diversos modos de financiamento que novos negócios poderiam recorrer, o Venture Capital apenas se torna viável por meio dessas novas estruturas ou novos meios de compor a relação entre as partes. Assim, as novas maneiras de alocar risco e mitigar problemas de agência se tornaram pilares, não só para que para que essa indústria pudesse crescer, mas para que ela pudesse acontecer.

Ainda que o modelo norte-americano tenha se tornado a pedra angular dessa indústria pela sua capacidade de concentrar casos de sucesso, não deve ser considerado como um modelo a ser replicado indefinidamente. A experiência internacional demonstra que o uso de determinados institutos norte-americanos não é regra geral na composição de financiamentos feitos em demais países. Os contratos se adequam à realidade jurídica de cada país de modo a assegurar sua adequação legal e seu *enforcement* pelo Poder Judiciário. Por outro lado, o estudo do arcabouço contratual norte-americano não deve ser negligenciado com fundamento nas diferenças legais existentes entre os ordenamentos jurídicos ou na inexistência de determinada espécie contratual lá utilizada.

A variedade de alternativas existentes para compensar os problemas de agência derivados dessa relação tão assimétrica mostram-se como evoluções do direito contratual para suprir um mercado de alto risco que depende fundamentalmente de criar segurança jurídica ao mesmo tempo em que mantém a dinamicidade que um mercado em constante evolução impõe.

Assim, o estudo das cláusulas utilizadas pelo direito norte-americano não deve se embasar no transplante jurídico daqueles institutos, mas sim na compreensão dos incentivos e desincentivos que são inseridos na relação de modo a gerar convergência de interesses. Com esse método em mente, o processo de elaboração de contratos que estejam de acordo com a legislação nacional pode se desvincular da forma tipicamente estrangeira para se adequar a modelos mais palatáveis para o Poder Judiciários e os demais operadores do Direito envolvidos.

Desse modo, o ordenamento jurídico brasileiro, mesmo que divirja do modelo de *common law*, possui, em sua essência, todos os instrumentos legais para que os mesmos incentivos sejam adaptados à realidade nacional. Para tanto, o presente trabalho não intenta de modo algum propor como tais institutos devem ser inseridos no ordenamento jurídico brasileiro. A generalização da prática tenderia mais ao simplismo e ao erro do que ao conhecimento gerado pela aplicação da teoria em cada caso concreto. Feita essa análise

inicial, cabe, portanto, aos próprios operadores de direito que essas inovações sejam concretizadas em negócios reais.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI), FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV) **A indústria de Private Equity e Venture Capital – segundo censo brasileiro**. Brasília: ABDI, 2011.

ASHTON, Peter Walter. **Companhias de investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Consolidação de dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2016.

BANDEIRA, P. **O Contrato Como Instrumento de Gestão de Risco e o Princípio do Equilíbrio Contratual**. Revista dos Tribunais, Revista de Direito Privado, vol.65/2016. 2016.

BEZERRA, J. C. A. **Introdução à indústria de private equity no Brasil**. Dissertação de mestrado. São Paulo: EAESP/FGV. 1999.

BOCATTO, E. **Fundos de Private Equity no Brasil: uma análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas**. Dissertação de mestrado. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2001

BRASIL, Congresso Nacional do. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar nº123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional**. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp155.htm >. Acesso em 21/06/2017.

BRASIL, Congresso Nacional do. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm >. Acesso em 21/06/2017

COELHO, G. **Estudo sobre Contratos entre Investidores e Gestores de Venture Capital no Brasil**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: FGV. 2007.

CLOSED-END FUND CENTER. **Understanding the Advantages of Closed-End Funds**. 2006. Disponível em: < http://www.cefa.com/docs/content/Learn/CEFA_Brochure.pdf>. Acesso em 21/06/2017

CORNELLI, F. e YOSHA, O. **Staging Financing and the Role of Convertible Debt**. Working Paper. London Business School, 1998

CUMMING, D.; FLEMING, G. **A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets**. Working Paper Series in Finance 02-03. The Australian National University, 2002

CVM. **Instrução normativa nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Inclui, revoga e altera dispositivos na Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991, na Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, na Instrução CVM nº 278, de 8 de maio de 1998, na Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, na Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, na Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, na Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003, na Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, na Instrução CVM nº 429, de 22 de março de 2006, na Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006, na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, na Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e na Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst554.html> >. Acesso em 21/06/2017

CVM. **Instrução normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html> >. Acesso em 21/06/2017

CVM. **Instrução normativa nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html> >. Acesso em 21/06/2017.

DENIS, D. **Entrepreneurial Finance: an overview of the issues and evidence**. Journal of Corporate Finance v. 10, p. 301-326, 2004

DONALDSON, Gordon; LORSCH, Jay. **Decision making at the top: the shaping of strategic direction**. New York: Basic Books, 1983.

FELD, B.; MENDELSON, J. **Venture Deals: be smarter than your lawyer and venture capitalist**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2013

FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. **The Private Equity Market: An Overview**. Financial Markets, Institutions & Instruments, v. 6, nº 4. New York: Blackwell Publishers, 1997.

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The Venture Capital Revolution**. In: *Jornal of Economic Perspectives* – Volume 15, nº 2. American Economic Association. 2001, p. 145-168

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The Venture Capital Cycle**, Cambridge, MA: MIT Press, 2ª edição, 2005.

GORGULHO, L.F. **Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica- O Caso do Contec**. Resumo de Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996. Disponível em: < http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev706.pdf >. Acesso em 21/06/2017

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. **Atividades de Capital de Risco em Países Escolhidos**, 1º Seminário Internacional sobre Venture Capital, White Paper, CODIMEC – Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais, 1981

IHA, M. **Problemas de Agencia no Relacionamento Fundo de Capital de Risco – Empreendedor no Brasil: Um estudo de caso**. Dissertação de mestrado. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2003

JENSEN, M.; MECKLING, W. **Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal Of Financial Economics* 3, 1976. p. 305-360

_____, W. The Nature of Man in: CHEW Jr, D.R. **The New Corporate Finance**. 2ª Ed., McGraw Hill, 1999, p. 4-18

JÚDICE, L.; NYBO, E. Natureza Jurídica do Vesting: como uma tradução errada pode acabar com o futuro tributário e trabalhista de uma startup. 2016. In: _____. (Coord.) **Direito das Startups**. São Paulo: Ed. Juruá, 2016. p. 39-50

KAPLAN, S.; MARTEL, F.;STRÖMBERG, P. **How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?** 2006

KAPLAN, S.; STRÖMBERG. P. **Venture Capitalists as Principals:** Contracting, Screening and Monitoring. *American Economic Review Papers And Proceedings* 91 (2), 2001, p. 426-430

_____. **Financial contracting theory meets the real world:** Evidence from venture capital contracts. *Review of Economic Studies* 70(2), 2003. p. 281-316

KOESTER, E. **Dividing up the Pie:** Dealing with Initial Capitalization Issues for a Startup Company. 2009. p 4. Disponível em: <
<http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL983500pub/newsletter/200902/koester.pdf>
>. Acesso em: 21/06/2017

LEACH, J; MELICHER, R. **Entrepreneurial Finance**. South-Western Cengage Learning. 4ª edição. USA. 2011

LOBO, C. A.; POTENZA, G. P. Investimento Venture Capital e Private Equity: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, S.; BARBOSA, H. **Finanças Corporativas:** aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016. p. 267-316

MATTOS FILHO, A. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1. Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015

METRICK, A. **Venture Capital and the Finance of Innovation**, New York: John Wiley & Sons. 2007

NORMAN, M. **How Convertible Notes Work:** the most common form of seed financing. Boston, 2012. Disponível em: <www.wefunder.me/post/17-convertible-notes>. Acesso em 21/06/2017.

NYBO, E. Memorando de Entendimentos para Pré-constituição de uma Startup. In: JÚDICE, L.; _____. (Coord.) **Direito das Startups**. São Paulo: Ed. Juruá, 2016. p. 29-38

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil:** conceito, evolução e perspectivas. Rio de Janeiro: E-Papers, 2003.

PREQUIN. **2016 Global Private Equity & Venture Capital Report Sample Pages**. 2016. Disponível em: < https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf >. Acesso em 21/06/2016

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2005

RIBEIRO, L; DE ALMEIDA, M.L.R.; **A predominância da "venda estratégica" nas estratégias de capital de risco no Brasil: uma pesquisa empírica**. Artigo apresentado no VI SEMEAD- FENUSP, São Paulo, Março de 2003.

SAHLMAN, William A. **The structure and governance of venture-capital organizations**. Journal of Financial Economics 27. Boston: Harvard Business School, 1990, p. 473-521

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de Private Equity & Venture Capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. EAESP-FGV. São Paulo: 2008.

SOUTO, S. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. Dissertação de Mestrado. Brasília: Universidade de Brasília. 2016

TARTUCE, F. **Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie**. São Paulo: Editora Método. 10ª Edição. 2015

TYKVOVÁ, T.; **What Do Economists tell us about Venture Capital Contracts ?**, Journal of Economic Surveys, vol. 21, issue 1, 2007, p. 65-89

VENOSA, S. **Direito Civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2010