

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

MARCOS VINÍCIOS BELMIRO PROENÇA

Considerações sobre os impactos da Instrução CVM n.º578, de 2017, para a
estruturação dos veículos de investimento em *Venture Capital*.

Rio de Janeiro

2017

MARCOS VINÍCIOS BELMIRO PROENÇA

Considerações sobre os impactos da Instrução CVM n.º578, de 2017, para a estruturação dos veículos de investimento em *Venture Capital*.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito para concessão do título de Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO), sob orientação do professor José Gabriel Assis de Almeida.

Rio de Janeiro

2017

À minha mãe, meu maior exemplo de dedicação e
perseverança.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela força, coragem e proteção.

Aos meus pais, minha irmã, meus avôs e avós, e todos que me acompanham nessa trajetória, exemplos de trabalho, amor, afeto e carinho.

A Carol, minha companheira de todos os momentos, um presente de Deus que entrou na minha vida.

Aos meus amigos Lucas Monteiro, Lucas Nunes, Yago Torres, Will Macena, e todos os outros que se prestam a me ensinar todos os dias que a amizade deve ser encarada como uma das maiores dádivas divinas

A todos os profissionais, mestres e companheiros de trabalho que servem como exemplo para uma trajetória bem-sucedida, ética e fruto de trabalho.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar os impactos decorrentes da entrada em vigor da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, no que tange ao investimento em *Venture Capital*. Referida instrução versa sobre o Fundo de Investimento em Participações, veículo comumente utilizado para investimentos em empresas privadas, de forma que buscar-se-á uma análise das alterações consolidadas pelo normativo de forma crítica e sob o prisma da lógica do *Venture Capital*. Será trazido o contexto lógico da inovação, objeto principal do *Venture Capital*, bem como o surgimento desse modelo de negócios, em especial nos Estados Unidos e no Brasil e o racional do investimento no *Venture Capital*, incluindo seus benefícios e vicissitudes. Posteriormente, serão abordadas as estruturas de veículos de investimento coletivo, com sua evolução no Brasil e no mundo. Nesse instante será abordada a evolução dos normativos da regulação específica de fundos de investimento em empresas em estágio inicial, culminando na análise da neófito Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016. A fim de embasar os argumentos apresentados, foram trazidos posicionamentos de diversos doutrinadores sobre o *Venture Capital*, bem como a utilização de posicionamentos do regulador brasileiro sobre a estrutura dos Fundos de Investimentos em Participações.

Palavras-Chave: *Venture Capital*; Capital de Risco; Fundos de Investimentos em Participações; inovação; ICVM 578.

ABSTRACT

The present study aims at the impacts resulting from the entry into force of CVM Instruction n. 578, of August 30, 2016, with respect to the investment in Venture Capital. The aforementioned instruction deals with the Investment Fund in Participations, a vehicle commonly used for applications in private companies, in order to seek an analysis of the preservatives of the critical norm of critical opinion on the prism of the logic of risk capital. It will bring the logical context of innovation, the main object of Venture Capital, as well as the emergence of the business model, especially in the United States and Brazil and the reasons behind the investment in Venture Capital, including its benefits and vicissitudes. Subsequently, they are approached as the structures of collective investment vehicles, with their evolution in Brazil and in the world. At that moment, the evolution of the norms of specific regulation of investment funds in companies in the initial stage, culminating in the analysis of the neophyte CVM Instruction n. 578, of August 30, 2016. In order to base the arguments, several positions were brought by the Bank on Risk Capital, as well as the use of positions of the Brazilian regulator on the structure of the Investment Funds in Participations.

Keywords: Venture Capital; Private Equity Funds; Innovation; ICVM 578.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Ciclo de adoção de novos produtos pelos consumidores	19
Figura 2 – Estágios de investimento em <i>Venture Capital</i>	30
Figura 3 – Curva J	42

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 2 – CONSIDERAÇÕES SOBRE A INOVAÇÃO	11
2.1 INOVAÇÃO COMO FATOR ECONÔMICO	12
2.2 INOVAÇÃO COMO ESTRATÉGIA ADMINISTRATIVA	14
CAPÍTULO 3 – CONCEITUAÇÕES E ESCLARECIMENTOS SOBRE OS MODELOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	22
3.1. VENTURE CAPITAL COMO FATOR DE FOMENTO À INOVAÇÃO	22
3.2 DEFINIÇÕES DE VENTURE CAPITAL	24
3.3 CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS DO VENTURE CAPITAL	32
3.4 ETAPAS DE UM INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL	34
3.5 PARTICIPANTES DO MODELO DE NEGÓCIOS	35
3.6 RACIONAL NA ESCOLHA DOS INVESTIMENTOS	37
3.7 RISCO E RECOMPENSA	41
CAPÍTULO 4 – SURGIMENTO E EVOLUÇÃO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	47
4.1. SURGIMENTO DO VENTURE CAPITAL	47
4.2. VALE DO SILÍCIO - OITO TRAIADORES E A ASCENSÃO DA INDÚSTRIA DE SEMICONDUTORES	53
4.3. NOVO MODELO DE ESTRUTURAÇÃO E A MODERNIZAÇÃO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	56
4.4. REVISÃO DO <i>PRUDENT MAN RULE</i> E A MUDANÇA DE PATAMAR DO MERCADO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	57
4.5. A EXUBERÂNCIA IRRACIONAL COMO DIVISOR DE ÁGUAS	60
4.6. HISTÓRICO DO <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL	62
CAPÍTULO 5 – CONSIDERAÇÕES SOBRE AS ESTRUTURAS DE INVESTIMENTO COLETIVO	66
5.1. RACIONAL DA ESTRUTURA DE INVESTIMENTO COLETIVO	66
5.2. EVOLUÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO COLETIVO	68
5.3 DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	72
5.4. FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES	78

CAPÍTULO 6 – ALTERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM N.º 578 À DINÂMICA DO INVESTIMENTO EM <i>VENTURE CAPITAL</i>	83
6.1. CONSIDERAÇÕES ESTRUTURAIS SOBRE A INSTRUÇÃO CVM N.º 578.....	83
6.1.1 Consolidação de Normas Esparsas sobre Private Equity.....	83
6.1.2 Categorias de Fundos de Investimento em Participações elencadas pela norma	84
6.1.3 Fundo de Investimento em Participações Capital Semente	85
6.1.4 Fundo de Investimento em Participações Empresas Emergentes.....	89
6.2. INOVAÇÕES RELEVANTES TRAZIDAS PELA INSTRUÇÃO CVM N.º 558 SOB A LUZ DA LÓGICA DO MODELO DE NEGÓCIOS DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	91
6.2.1 Ativos Objeto de Fundos de Investimento em Participações	91
6.2.2 Requisito da Efetiva Influência na Investida.....	93
6.2.3 Obrigações do Gestor de Fundos de Investimentos em Participações.....	94
6.3. CRÍTICAS A DISCIPLINA DE RESPONSABILIDADE DOS INVESTIDORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES.....	97
CAPÍTULO 7 – CONCLUSÃO.....	101
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	102

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa trazer à luz a discussão sobre as alterações trazidas pela mudança regulatória da instrução da Comissão de Valores Mobiliários que versa sobre o principal veículo de investimento utilizado no mercado brasileiro para o investimento em *Venture Capital*, que se qualificará como um modelo de negócios pautado pela criação de valor através de investimento em projetos inovadores predominantemente em fase inicial.

O *Venture Capital* pode ser encarado como um fenômeno essencialmente mundial e irreversível, inclusive no ambiente brasileiro. Adicionalmente as tentativas de estímulo realizados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”), pode-se considerar um crescimento interessante do *Venture Capital* no Brasil¹, mesmo com gestores de *Venture Capital* internacionais realizando investimentos em projetos brasileiros.

Nesse sentido, a importância e o processo de formação das inovações serão fruto de abordagem do Capítulo 2, de modo a criar a base teórica necessária para um perfeito entendimento acerca da natureza do investimento em *Venture Capital*, e, por conseguinte, para a crítica às alterações introduzidas no sistema brasileiro pela instrução CVM. *Venture Capital* sendo essencialmente investimento em projetos inovadores, não poderia ser deixada a segundo plano a perfeita compreensão sobre a inovação e suas características.

O terceiro capítulo traz à luz considerações sobre os modelos de negócios do *Venture Capital* e do *Private Equity*. O detalhamento sobre as atividades que envolvem essa forma de investimento e modelo de negócios faz com que o leitor do presente trabalho busque entender toda a sistemática considerada por qualquer participante.

De fato, tendo em vista que o objetivo final dessa exposição não é ditar sobre o *Venture Capital* como um fim, mas sim extrapolar suas considerações de modo a

¹ Conforme se depreende da análise da *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2016. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf>.

facilitar o entendimento acerca da estruturação de seus veículos de investimento, passar-se-á nesse capítulo pelas principais características e com enfoque prático. Questões de conflitos de interesses, riscos inerentes à atividade e assimetria informacional são centrais para esse capítulo que pontua ainda os mecanismos que costumam ser utilizados pelos investidores e pelos gestores de *Venture Capital* para mitigar os riscos e inconvenientes desse modelo de negócios.

Já o Capítulo 4 busca uma contextualização histórica do Venture Capital, abordando as teorias do surgimento, mas focando na principal que atribui o seu surgimento no pós-2ª Grande Guerra Mundial nos Estados Unidos, mais precisamente sob a direção de um francês chamado George Doriot. Há ainda nesse capítulo contextualizações sobre os principais ciclos de desenvolvimento desse tipo de investimento, essencialmente nos EUA. Por fim, faz-se menção ao desenvolvimento do Venture Capital no Brasil, com crédito especial para os programas de incentivo do Governo Brasileiro.

O Capítulo 5 buscará trazer ao presente trabalho as principais considerações sobre as estruturas de investimento coletivo aqui e alhures. Para isso, buscar-se-á o foco na evolução dessa sistemática, culminando na evolução dos normativos do regulador do mercado de capitais brasileiro, qual seja, Comissão de Valores Mobiliários.

Por fim, o Capítulo 6 será direcionado para a discussão do objeto principal do presente trabalho, qual seja, as principais alterações concernentes à entrada em vigor da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 (“ICVM 578”) no que tange aos investimentos em *Venture Capital* no Brasil. As principais fontes de estudo para esse capítulo serão os documentos da Audiência Pública SDM 05/2015, o Relatório da Audiência Pública SDM 05/2015, inclusive as manifestações dos participantes nessa audiência.

CAPÍTULO 2 – CONSIDERAÇÕES SOBRE A INOVAÇÃO

*The reasonable man adapts himself to the world;
The unreasonable one persists in trying to adapt the world to himself. Therefore
all progress depends on the unreasonable man”*
George Bernard Shaw

O *Venture Capital*, conforme será melhor descrito em capítulo futuro desse trabalho, pode ser caracterizado como um modelo de negócios pautado sobretudo em investimento nas fases iniciais de empreendimentos marcados pela inovação.

Nesse sentido, importante para compreender de forma consistente o investimento em *Venture Capital* trazer à lição as principais teorias sobre a inovação. Desse modo, será explorado o estudo da inovação de forma a captar principalmente a sua importância, em especial frente à globalização como fenômeno de acirramento da concorrência, e seu processo de formação. Entender esses dois fatores torna compreensível, inclusive, a preocupação dos reguladores dos principais países do mundo em normatizar esse modelo de negócios e, por vezes, estimular seu desenvolvimento.

Ainda, convém traçar comentários sobre a inovação de forma a entender todas as sistemáticas atinentes ao modelo de negócios do *Venture Capital*, por conseguinte, tendo essa compreensão, poder-se-á fazer as críticas, positivas ou não, às alterações na regulação referente aos principais veículos de investimento utilizados no ambiente brasileiro concebidas pela Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 (“ICVM 578”).

Assim, longe de ser preciosismo acadêmico, entender como são realizados os processos de inovação e sua importância como criação de valor é fator determinante para interpretar a lógica utilizada pelos próprios investidores de *Venture Capital*. Reforçando, consistiria tarefa árdua buscar entender um modelo de negócios se fosse relegado seu principal objetivo, no caso, a descoberta do novo produto e/ou serviço

que permitirá a quem investiu nesse empreendimento em uma fase embrionária (ou quase isso) obter retornos exponenciais.

Desse modo, antes de uma análise sobre a evolução do *Venture Capital* brasileiro e mundial, cabe tecer comentários a respeito da inovação como motor de transformação e, conseqüentemente, como fator de alteração das relações sociais e negócios jurídicos. Convém esclarecer que não se buscará esgotar a temática, de modo que a abordagem apenas prestará o serviço de introduzir e permitir compreensão básica, de modo a acentuar a compreensão do objeto principal do presente estudo.

2.1 INOVAÇÃO COMO FATOR ECONÔMICO

Inicialmente, convém mencionar que o estudo da inovação nem sempre foi compreendido como uma prioridade para o campo da Economia². De fato, há certa surpresa ressaltar esse caráter em tempos nos quais a inovação alcançou certo patamar de necessidade para sobrevivência empresarial e, a nível macro, desenvolvimento dos países.

Dito isso, um dos economistas que construíram base teórica essencial para um entendimento mais completo sobre a inovação foi Nikolai Kondratiev, ainda que, conforme restará claro a seguir, o citado não tenha explorado de forma direta o tema. Com o intuito de compreender as lições desse economista russo, insta ainda contextualizar sua trajetória marcada essencialmente por duas fases diametralmente distintas, qualificando uma por protagonismo junto ao governo russo, inclusive como um dos responsáveis pela Nova Política Econômica³ russa, entre 1921 e 1928, e a outra por descrédito com a ascensão ao poder de Stálin em 1928, culminando em sua prisão e fuzilamento em 1938.

² Para um estudo mais direcionado, ver ORRELL, David e VAN LOON, Borin. *Entendendo Economia: De Pitágoras aos principais economistas contemporâneos*. São Paulo: LeYa. 2015.

³ Nova Política Econômica foi a política econômica adotada pela União Soviética no período correspondente entre o abandono do comunismo de guerra, 1921, e a coletivização dos meios de produção com Stálin, 1928.

Contudo, as suas lições ficariam eternizadas, em especial por sua obra “*As ondas longas da conjuntura*”, na qual, fora feita uma análise considerável de dados de atividade econômica de 1790 a 1920 dos Estados Unidos, da França e do Reino Unido. A partir dessa base de dados, Kondratiev propôs, basicamente, que o Capitalismo seria marcado por ciclos de expansão e compressão, de modo que esses teriam por “*base dos ciclos longos é o desgaste, a reposição e o incremento do fundo de bens de capital básicos, cuja produção exige investimentos enormes. (...) A reposição e o incremento desse fundo não é um processo contínuo. Realiza-se por saltos*” e ficariam posteriormente conhecidos como Ciclos de Kondratiev.

Prosseguindo a análise, deve-se atentar nesse instante às lições de Schumpeter, que pode ser considerado como precursor em termos de teoria econômica da inovação, em seu trabalho “*Teoria do Desenvolvimento Econômico*”. Referido trabalho aborda a inovação como motor de evolução econômica e o capitalismo de forma cíclica, utilizando em grande parte as lições de Kondratiev sobre ciclos longos do capitalismo.

Ressaltando que o citado autor de fato elevou o estudo da inovação a um outro patamar, SCHUMPETER (1934)⁴ distingue inovação de invenção. Em sua concepção, invenção seria a criação de um novo artefato, podendo ou não apresentar relevância econômica. Por outro lado, a inovação seria a invenção dotada de relevância econômica, através de sua transformação em mercadoria ou em um novo processo para produzir a mercadoria.

Ademais, referido autor define cinco tipos de inovação, quais sejam: (i) novos produtos; (ii) novos métodos de produção; (iii) novas fontes de matéria-prima; (iv) exploração de novos mercados; e (v) novas formas de organizar empresas.

Posteriormente, em SCHUMPETER (1942)⁵ concebe-se a ideia de inovação como um processo que traria a destruição da antiga tecnologia pela ascensão da nova tecnologia. Dessa forma, cunhou-se o termo de destruição criadora. Porém, a análise de SCHUMPETER (1942) carece em não abordar de forma mais veemente como seria

⁴ SCHUMPETER, Joseph Alois. *The theory of economic development: na inquiry into profits, capital, credit, interest and the Business Cycle*. Transactions Publishers. 1934.

⁵ SCHUMPETER, Joseph Alois. *Capitalism, Socialism and Democracy*. 1942.

o processo de substituição de uma tecnologia por outra em termos de adaptabilidade dos consumidores.

Convém salientar que esse processo não necessariamente é radical, ou seja, conforme apontam USHER (1955)⁶ e RUTTAN (1957)⁷ há um período em que as diferentes tecnologias coexistem, no que costuma haver uma transição gradual.

Feita essa introdução teórica sobre a abordagem da inovação sob o viés de pensadores econômicos, cabe agora adentrar ao estudo da inovação sob o âmbito da administração, aproximando mais da realidade dos investidores de Venture Capital que focam mais nos processos e na identificação das tendências lucrativas. Contudo, cabe referendar que grande parte do abordado no próximo ponto utiliza conceitos estipulados por Schumpeter.

2.2 INOVAÇÃO COMO ESTRATÉGIA ADMINISTRATIVA

Com efeito, após essa breve inserção sobre os conceitos de inovação conforme interpretação de pensamento econômico, convém trazer a discussão da inovação como estratégia administrativa capaz de imputar os lucros empresariais de forma consistente, ou, analisando mais drasticamente, responsável pela sobrevivência de qualquer negócio.

Abordar-se-á a inovação sobre alguns prismas dentro de teorias da administração moderna, de modo que fique mais claro a lógica utilizada pelos investidores de Venture Capital, por vezes exóticas sob a lupa dos demais modelos de investimento. O ponto nevrálgico a ser abordado nesse capítulo é como surgem as disrupções⁸ de mercado, ou seja, como uma pequena empresa pode imputar em mudanças de tal forma significativas a um determinado mercado que destrone as gigantes do setor. Para isso, sempre importante lembrar a famosa frase atribuída a

⁶ USHER, A.P. Technical change and capital formation. In: *Capital formation and economic growth. National Bureau of Economic Research*, 1955, pp. 523-550.

⁷ RUTTAN, V. *Usher and Schumpeter on invention, innovation and technological change*. Quarterly Journal of Economics, nov. 1959, pp. 596-606.

⁸ O termo disrupção é bem utilizado na indústria tecnológica e de investimentos em Venture Capital como algo que rompe com os padrões, mas também é comumente aceito como criação de novos mercados e sinônimo para um tipo de inovação que quebra paradigmas.

Henry Ford na qual ele teria afirmado que “*se [eu] perguntasse aos [meus] compradores o que eles queriam, teriam dito que era um cavalo mais rápido*” A frase destacada, apesar de cômica, traz uma série de questionamentos importantes.

Ainda, de fato, mais do que uma trivialidade, a inovação tornou-se uma necessidade. Efeito disso é o surgimento de um risco, por vezes imensurável, mas bem presente, qual seja, o risco de não se inovar. George Doriot, ex-professor de Harvard e primeiro gestor de Venture Capital costumava afirmar que “*Always remember that someone somewhere is making a product that will make your product obsolete*”, ou seja, sempre se lembre que alguém em algum lugar está realizando algo que irá te tornar obsoleto.

Apenas reforçando os pensamentos aparentemente desconexos acima, Nikolai Kondratiev, conforme reforçado em capítulo anterior, costumava afirmar que a economia deve ser considerada um fenômeno cíclico no decurso do tempo. No entanto, talvez nenhum outro período histórico tenha as características apresentadas pelo atual momento. As novas tecnologias modelam a rotina em um movimento unidirecional, que não poderá ser retrocedido. Ademais, as mudanças apresentam maior rapidez e contundência. Na lição de BENVENUTTI (2016)⁹:

Depois de ser inventada, a eletricidade demorou 46 anos para ser adotada por pelo menos 25% da população norte-americana. Foram necessários, porém, 35 anos para adotar o telefone, 31 para o rádio, 26 para a televisão, 16 para o computador, 13 para o celular e apenas 7 para a internet.

Nesse mesmo diapasão, LAFLEY e MARTIN (2017)¹⁰ conceituam que a lealdade do consumidor é cada vez mais superestimada, por conseguinte, resta clara a propensão das novas empresas suplantarem às antigas, posicionando a busca pela inovação como um verdadeiro *santo graal* da estratégia administrativa.

⁹ BENVENUTTI, Maurício. *Incansáveis: como empreendedores de garagem engolem tradicionais corporações e criam oportunidades transformadoras*. São Paulo: Editora Gente, 2016. p. 16.

¹⁰ McGRATH, Rita. *Old habits die hard, but they do die*. Harvard Business Review. Janeiro-Fevereiro 2017. Disponível em: <<https://hbr.org/2017/01/customer-loyalty-is-overrated#two>>.

A realidade atual da competição e dos mercados, em especial dos setores ligados à tecnologia, pode ser bem explicada por KIM e MAUBOGNE (2015)¹¹ que, analisando as forças indutoras das inovações e por novos mercados, tratados no texto dos citados autores como oceanos azuis, assevera que:

Várias são as forças indutoras do imperativo crescente de criar oceanos azuis. A aceleração dos avanços tecnológicos gerou substanciais aumentos na produtividade dos setores e criou condições para o fornecimento de um nível sem precedentes de produtos e serviços. O resultado é que em cada vez mais setores a oferta é maior do que a demanda. A tendência no sentido da globalização agrava o quadro. À medida que se quebram as barreiras comerciais entre os países e regiões e que se dispõe de informações sobre produtores e preços instantaneamente e em âmbito mundial, os mercados de nicho e os resquícios dos monopólios tornam-se cada vez mais raros. Embora a oferta esteja em alta, à medida que se intensifica a competição global, não há provas claras do aumento da demanda mundial, e algumas estatísticas até apontam para reduções demográficas em muitos mercados desenvolvidos.

Entende-se, por lógico que esse aumento de concorrência, decorrente também de fatores como globalização e diminuição das fronteiras, faz pressão excessiva sobre a margem dos empreendimentos, de forma que a inovação e criação de novos mercados se apresenta como uma excelente (quijá única) alternativa para a criação de valor. Essa é exatamente a maior busca dos investidores de *Venture Capital*: buscar um empreendimento que seja inovador, que crie um novo mercado e que possa lucrar o maior tempo possível de forma monopolista¹².

Prosseguindo, há quem defenda que as inovações devem de tal feito distanciarem-se da concorrência que só seria lucrativa a tentativa de criar um monopólio, mas que, dado o dinamismo atual, os monopólios, não importam tão grande sejam, podem ser suplantados por outra inovação. Essa é a lição de THIEL (2014)¹³:

O próprio dinamismo dos novos monopólios explica por que os velhos monopólios não sufocam a inovação. Com o iOS da Apple na linha de

¹¹ KIM, W. Chan e MAUBORGNE, Renée. *A Estratégia do Oceano Azul: como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante: edição estendida*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. p. 8.

¹² O conceito de monopolista empregado aqui não decorre de um descumprimento legal de formação de monopólio, mas sim, do alcance de uma posição monopolista por meio da inovação, perfeitamente em consonância com o ordenamento legal brasileiro.

¹³ THIEL, Peter. *De Zero a Um – o que apreender sobre empreendedorismo com o vale do silício*. Rio de Janeiro: Objetiva. 2014. p. 39.

frente, a ascensão da computação móvel reduziu fortemente o domínio de décadas do sistema operacional da Microsoft. Antes disso, o monopólio do hardware da IBM nas décadas de 1960 e 1970 foi ultrapassado pelo monopólio de software da Microsoft. A AT&T monopolizou o serviço telefônico por grande parte do século XX, mas agora qualquer um pode obter um plano de telefone celular barato de uma série de operadoras. Se a tendência das empresas monopolistas fosse deter o progresso, elas seriam perigosas, e faríamos bem em nos opor a elas. Mas a história do progresso é uma história de empresas monopolistas melhores substituindo as até então dominantes.

De fato, há cada vez mais um fenômeno pelo qual as tecnologias são suplantadas de forma que a inovação se tornou um fator determinante para a sobrevivência da sociedade empresária. O trecho referido acima denota exatamente isso: àquelas empresas que se tornaram monopolistas conformistas e não buscaram uma inovação, acabaram por ser superadas e se tornaram obsoletas, junto com as tecnologias nas quais seu valor estava suplantado¹⁴.

Do mesmo modo, essencial para a sobrevivência empresarial a criação de novas demandas e novos mercados. Nesse sentido, importa trazer o conceito de oceano azul, o que nas lições de W. Chan Kim e Renée Maubogne, seria a criação de um mercado novo e inexplorado, em contraposição a um mercado competitivo e de margens baixas, qual seja, oceano vermelho. KIM e MAUBOGNE (2015)¹⁵ assevera o seguinte em relação aos tipos de “oceanos”:

Nos oceanos vermelhos, as fronteiras setoriais são definidas e aceitas, e as regras competitivas do jogo são conhecidas. Aqui, as empresas tentam superar suas rivais para abocanhar maior fatia da demanda existente. À medida que o espaço de mercado fica cada vez mais apinhado, as perspectivas de lucro e de crescimento se tornam cada vez menores. Os produtos se transformam em commodities, e a “briga de foice” ensuguenta as águas, dando origem aos oceanos vermelhos.

Os oceanos azuis, em contrapartida, se caracterizam por espaços de mercado inexplorados, pela criação de demanda e pelo crescimento altamente lucrativo. Embora alguns oceanos azuis sejam desbravados bem além das atuais fronteiras setoriais, a maioria se desenvolve dentro dos oceanos vermelhos, mediante a expansão das fronteiras setoriais vigentes, como fez o Cirque du Soleil. Nos oceanos azuis, a

¹⁴ Convém citar a lição de Jim Collins que elenca como um dos fatores que levam as grandes empresas a serem superadas é a falta de inovação, e uma certa soberba no que tange à sua posição de superioridade. Ver: COLLINS, Jim. *Como as Gigantes Caem: e por que algumas empresas jamais desistem*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

¹⁵ KIM, W. Chan e MAUBORGNE, Renée. *Op., Cit.* p. 4.

competição é irrelevante, pois as regras dos jogos ainda não estão definidas.

Prosseguindo, KIM e MAUBORGNE (2015)¹⁶ trazem importante diferenciação sobre as modalidades de inovação, reforçando o que diferencia os vencedores e os perdedores da seguinte forma:

O que diferenciou de forma consistente os vencedores dos perdedores na criação de oceanos azuis foi a maneira de encarar a estratégia. As empresas que perderam no oceano vermelho adotaram uma abordagem convencional, empenhando-se para vencer a concorrência por meio da construção de posições defensáveis no âmbito da ordem setorial vigente. Surpreendentemente, as empresas criadoras de oceanos azuis não recorreram aos concorrentes como paradigmas. Em vez disso, adotaram uma lógica estratégica diferente, que denominamos inovação de valor. Nós a chamamos assim, porque, em vez de se esforçarem para superar os concorrentes, concentraram o foco em tornar a concorrência irrelevante, oferecendo saltos no valor para os compradores e para as próprias empresas, que assim desbravaram novos espaços de mercado inexplorados.

A inovação de valor atribui a mesma ênfase ao valor e à inovação. Valor sem inovação tende a concentrar-se na criação de valor em escala incremental, algo que aumenta valor, mas não é o suficiente para sobressair-se no mercado. Inovação sem valor tende a ser movida por tecnologia, promovendo pioneirismos ou futurismos que talvez se situem além do que os compradores estejam dispostos a aceitar e a comprar. Nesse sentido, é importante promover a distinção entre inovação de valor e os conceitos de inovação de tecnologia e pioneirismo no mercado (página 12)

Feitas algumas considerações sobre a inegável importância da inovação para a estratégia das empresas, e pontuações acerca da diferenciação da inovação de valor, convém agora sinalizar como seriam concebidas as inovações, ou seja, qual o processo pelo qual se obtém um produto, serviço, processo e/ou mercado novo. Nessa inteligência, a busca pela inovação parte de uma visão de mundo pela qual há um *default* na realidade, assim, a visão daquele que promove a inovação é alterar essa realidade de modo que o *default* seja suprido. GRANT (2016)¹⁷ explica de forma ímpar esse processo, fazendo um paralelo com o processo de *déjà vu* (a sensação de que já vimos algo) e simplesmente a invertendo:

The starting point is curiosity: pondering why the default exists in the *first place*. We're driven to question defaults when we experience *vuja*

¹⁶ KIM, W. Chan e MAUBORGNE, Renée. *Op., Cit.* p. 4.

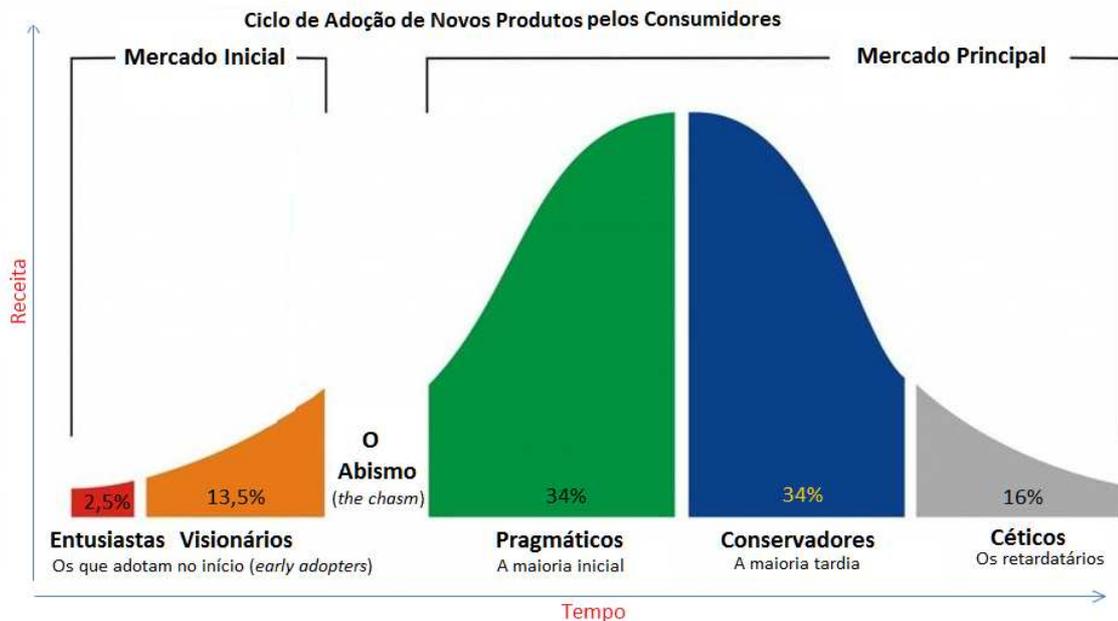
¹⁷ GRANT, Adam. *Originals: How Non-Conformists Move the World*. New York: Penguin Books. 2016.

de, the opposite of déjà vu. Déjà vu occurs when we encounter something new, but it feels as if we've seen it before. Vuja de is the reverse – we face something familiar, but we see it with a fresh perspective that enables us to gain new insights into old problems.

Assim, a inovação consiste em um processo de ver a realidade de forma diferente. Isso importa em possíveis avanços, porém da mesma forma, importa em grande chance de fracasso. Afinal, a ideia de inovação é se sobrepôr a uma realidade imposta, o que, por conseguinte, consiste em ir contra todos aqueles que pensam da forma como está sendo pensado.

Convém relacionar que não é toda visão diferente, ou inovadora, que deve ser considerada como inovação. Steve Blank¹⁸, com inspiração *schumpeteriana*, traz um conceito deveras importante no sentido de a inovação ter como atributo necessário a escalabilidade. Ou seja, a inovação não é simplesmente um produto ou processo novo, mas sim, um produto ou processo novo que possa ser escalado, alcançando um grupo considerável de consumidores. Essa diferenciação se ilumina a partir de análise do gráfico abaixo:

FIGURA 1 – CICLO DE ADOÇÃO DE NOVOS PRODUTOS PELOS CONSUMIDORES



¹⁸ BLANK, Steve. *The Four Steps to the Epiphany: Successful Strategies for Products that Win*. Amazon, 2016.

Fonte: GRANDO, Nei. *O ciclo de adoção de Novos Produtos pelos Consumidores*. 2013. Disponível em: <<https://neigrando.wordpress.com/2013/01/26/o-ciclo-de-adocao-de-novos-produtos-pelos-consumidores/>>. Acesso em: 11 jun. 2017.

Conforme referido gráfico espelha, inegável afirmar que a inovação deve ser encarada como aquele método, produto, processo ou serviço que transpassasse o “*abismo*”, por conseguinte, deixando de ser adotado apenas pelos visionários e encontrando guarida também junto aos pragmáticos¹⁹.

Valendo-se novamente das lições de KIM e MAUBORGNE (2015)²⁰, fica mais crível entender que a inovação deve ser compreendida como dotada de escalabilidade, não podendo ser considerado dessa forma apenas o ineditismo tecnológico, mas sim, àquele com utilidade:

Nosso estudo mostra que a diferenciação entre vencedores e perdedores na criação de oceanos azuis não é nem o ineditismo tecnológico nem a rapidez de entrada no mercado. Às vezes tais fatores estão presentes; no entanto, com mais frequência, não são relevantes. A inovação de valor ocorre apenas quando as empresas alinham inovação com utilidade, preço e ganhos de custo. Se não conseguirem associar inovação e valor dessa maneira, os inovadores de tecnologia e os pioneiros de mercado geralmente põem ovos que acabam chocados por outras empresas.

De forma a contextualizar o investimento em Venture Capital consonante a essa realidade, compreende-se que o Venture Capital costuma realizar investimentos nas fases iniciais da empresa, de forma que prioritariamente o investidor capitaliza empreendimentos antes que esse cruzem o “*abismo*”, e, por meio de uma gestão ativa, as ajuda a escalar, processo pelo qual há a exponencialidade na criação de valor, afinal, o mercado alcançado aumenta consideravelmente.

Reforçando, o mercado inicial corresponde aos entusiastas e aos visionários, que tem por característica aceitar protótipos pois são apaixonados pelo conceito que o empreendedor está tentando vender. Outras características são: propensão a pagar

¹⁹ Vale mencionar um dos grandes autores a versar sobre o tema, qual seja Geoffrey A. Moore em MOORE, Geoffrey A. *Crossing the Chasm: Marketing and Selling High-Tech Products to Mainstream Customers*. New York: HarperCollins Publishers. 2006.

²⁰ KIM, W. Chan e MAUBORGNE, Renée. *op., cit.* p. 13.

um preço mais alto pelo produto ou serviço e disposição a dar *feedbacks* ao empreendedor sobre o produto ou serviço.

No entanto, o objetivo fundamental de todo empreendedor, bem como do investidor de Venture Capital é transpassar o abismo entre os adotantes iniciais e o mercado principal, nesse processo transformando o empreendimento em lucrativo e sustentável. Esse é o sentido que o investidor de venture capital encontra ao investir nas empresas do seu portfólio.

De todo modo, a inovação corresponde exatamente a esse salto dos adotantes iniciais para o mercado substancialmente considerado. A inovação desse modo não é a simples ideia nova, mas também a sua possível adoção em um mercado viável, permitindo ao empreendimento ser financeiramente sustentável.

Nesse sentido, convém lembrar a lição de AMABILE (1996)²¹, uma das maiores especialistas em criatividade e pesquisadora de Harvard, que afirma que para ter sucesso na originalidade, uma invenção precisa ser nova, mas igualmente precisa ser prática.

Assim, feitos esses esclarecimentos básicos sobre como são formadas as inovações, bem como sobre a importância dessas mudanças no que tange aos avanços e sobrevivência empresarial, convém adentrar ao estudo do modelo de negócios mais comum de financiamento de inovação: o *Venture Capital*.

²¹ AMABILE, Teresa M. *Creativity and Innovation in Organizations*. Harvard Business School Background Note 396-239, January 1996.

CAPÍTULO 3 – CONCEITUAÇÕES E ESCLARECIMENTOS SOBRE OS MODELOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*.

3.1. *VENTURE CAPITAL* COMO FATOR DE FOMENTO À INOVAÇÃO

A preocupação dos legisladores e reguladores mundo afora com o estímulo ao desenvolvimento do *Venture Capital* tem uma explicação lógica, e tendo em vista que, conforme exposto no capítulo anterior, a inovação é primordial para o desenvolvimento econômico e uma estratégia cada vez mais essencial para a sustentabilidade dos negócios, tende a representar um movimento crescente de estímulo desse modelo de negócios.

Nesse sentido, o papel do gestor de *Venture Capital* seria o de identificar oportunidades para seus investidores, mas ao mesmo tempo, há uma tarefa nobre de prover financiamento àqueles que possivelmente irão transformar o mundo. O *Venture Capital* supre uma necessidade de capital de empreendimentos que estão iniciando suas atividades, e, nessa qualidade, dificilmente apresentariam os fatores comumente analisados pelos bancos para concederem um empréstimo e/ou apresentariam os indicativos que movem os investidores de valor.

Dificilmente nessa fase prematura dos empreendimentos há a oportunidade de prestação de garantias para a tomada de empréstimos junto a instituições financeiras tradicionais, e o risco é fator totalmente inerente à atividade de inovação, conforme lições anteriormente exploradas no presente trabalho. A conjunção desses fatores leva à resposta logicamente negativa a qualquer pretensão de empréstimo e/ou financiamento pelos empreendimentos iniciais às instituições financeiras tradicionais.

O papel do impacto dos investimentos de *Venture Capital* pode ser sentido pela acessibilidade a diversas tecnologias, por meio de um processamento de menores custos de produção, de diversas empresas que, não custa lembrar, receberam investimentos iniciais por meio desse modelo de negócios.

GOMPERS et al (2016)²² explica como os gestores de investimentos de *Venture Capital* criam valor e sua função de intermediário entre aqueles que possuem dinheiro e os que possuem ideias:

The success of VC-backed companies is consistent with VCs taking actions that are effective at generating value. In fact, Kaplan and Strömberg (2001) and Gompers and Lerner (2001) argue that VCs are particularly successful at solving an important problem in market economies - connecting entrepreneurs with good ideas (but no money) with investors who have money (but no ideas). The solution, as suggested by theory and explored empirically in previous research on VCs, involves specific actions taken by VCs to solve this funding gap. In other words, VCs are real world entities that arguably approximate investors in economic theory, providing an additional reason to study them.

Nesse mesmo sentido, podemos trazer as lições de SAHLMAN (1990)²³ que lembra diversas empresas que receberam financiamento de *Venture Capital*, reforçando a importância desse modelo de negócios para o desenvolvimento das tecnologias:

Despite its modest scope, the industry has helped create many successful enterprises, including Apple Computer, Intel, Federal Express, People Express, Businessland, Lotus Development, Microsoft, Sun Microsystems, Digital Equipment, Compaq Computer, Teledyne, Tandem, Tandon, Hybritech, and Genentech. Each of these companies received venture capital early in its development and later went public. In aggregate, 579 venture-capital-backed companies went public during the 11 years ending in 1988. Their total market value exceeded 30% of the total market value of all comparable companies going public during the same period.

Convém ressaltar que a lista de empresas financiadas por *Venture Capital* se apresenta bem mais extensa do que a citada acima, tendo em vista que Sahlman realizou esse levantamento em 1990. A título exemplificativo, poderíamos citar algumas das maiores empresas de tecnologia do mundo, tais como: Google, Facebook, LinkedIn, SpaceX etc.

²² GOMPERS, Paul et al. *How do Venture Capitalists Make Decisions?* European Corporate Governance Institute. August 2016.

²³ SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics* 27. 1990. p. 482.

Indubitavelmente, o *Venture Capital* se tornou um difusor de inovação²⁴ por preencher uma necessidade de financiamento de empresas em estágio inicial, que costumeiramente não dispõem das características necessárias a acessar outras fontes de financiamento, seja por dívida ou por participação societária. O surgimento do *Venture Capital* busca exatamente preencher esse espaço não considerado pelos bancos, e, ao ser bem explorado, exponencialmente lucrativo.

3.2 DEFINIÇÕES DE *VENTURE CAPITAL*

Considerado o papel do *Venture Capital*, convém explicar o uso do termo *Venture Capital* no presente trabalho, em detrimento de traduções a esse, comumente utilizadas na doutrina brasileira, bem como as imputações de tal escolha. Nessa esteira, Capital de Risco poderia ser considerada uma tradução mais próxima do sentido empregado pelos estrangeiros ao termo *Venture Capital*. No entanto, entende-se que simplesmente traduzir a nomenclatura desse modelo de negócio induz mais ao erro do que explica a sua lógica, afinal, não apenas o risco caracteriza esse modelo de negócios, de forma que, injusto seria utilizar citada nomenclatura.

Nessa inteligência, poder-se-ia argumentar como uma melhor tradução para *Venture Capital* a expressão Capital de Aventura. Contudo, não merece melhor sorte essa substituição do que a citada no parágrafo anterior, de forma que ambas ressaltam apenas uma característica de um modelo de negócios rico em detalhes. Simplificar a tradução seria um erro não apenas etimológico, mas semântico.

Ainda, Capital de Aventura denota uma certa inocência em relação à atividade, totalmente diversa do profissionalismo com a qual esse modelo de investimentos deve ser encarado. Dessa forma, entende-se por utilizar o termo conforme originalmente cunhado, qual seja, *Venture Capital*.

²⁴ Necessário referenciar que os gestores de *Venture Capital* apresentam papel primordial como certificador das tecnologias e empresas. Nesse sentido, podemos citar Carlos Henrique Rodrigues Testa e Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima em “O papel Certificador dos Fundos de Private Equity e *Venture Capital* sobre a Qualidade das Empresas Estreantes na BM&FBovespa”, publicado na Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, Brasília, v. 8, n.3, p. 251-270, jul/set. 2014. Disponível online em <www.repec.org.br>.

Prosseguindo, passar-se-á agora a um ponto relevante desse trabalho: a caracterização de *Private Equity* e *Venture Capital*, bem como o apontamento das diferenças entre esses termos. Essa diferenciação é essencial, tendo em vista a grande confusão por vezes assimilada entre os dois termos pela doutrina não-especializada, o que, por fim, poderia levar a um diagnóstico equivocado sobre a natureza e lógica dos negócios.

Costuma-se asseverar que o *Venture Capital* é um gênero de *Private Equity*. Coadunam com a posição do *Venture Capital* ser um tipo de *Private Equity* LOBO e POTENZA (2015)²⁵, que trazem como maior fator de diferenciação entre os dois o momento em que os investimentos são realizados:

Conforme já mencionado, a maior diferença entre o *venture capital* e o *private equity* é o momento em que os investimentos são realizados. As firmas de VC são especialistas em atuar em determinada fase da vida de uma empresa, enquanto que as firmas de PE atuam em contextos e situações distintas, em que a empresa já se encontra em fase mais madura e sólida

Na mesma linha, podemos citar GORGULHO (1996)²⁶, que, utilizando as lições de BYGRAVE e TIMMONS (1992)²⁷, define a diferenciação de *Private Equity* e *Venture Capital* no seguinte sentido:

Esta associação entre capital de risco e PMEs de base tecnológica tem sido recentemente chamada de “capital de risco clássico”, em contraposição a um perfil de investimentos mais conservador, a que Bygrave e Timmons (1992) denominaram *merchant capital*, que envolveria a aplicação, geralmente através de complexas operações de engenharia financeira, muitas vezes envolvendo *leveraged buyouts* (LBO) e *management buyouts* (MBO), em empresas mais maduras, situadas em setores mais tradicionais, com vistas ao retorno dos investimentos em prazos mais curtos.

Resta claro, pelas visões acima dispostas, que o fator que imediatamente diferenciaria o *Private Equity* e o *Venture Capital* seria a fase do empreendimento

²⁵ LOBO, Carlos Alexandre e POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos *Venture Capital* e *Private Equity*: Considerações Práticas e Jurídicas. Em: *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. Coord. Sérgio Botrel e Henrique Barbosa. São Paulo: Atlas. 2016. p. 278.

²⁶ GORGULHO, L. *O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica: O Caso do CONTEC/BNDES*, Dissertação de Mestrado em Economia, UFRJ, 1996, Rio de Janeiro. p 4.

²⁷ BYGRAVE, William D. e TIMMONS, Jeffrey A. *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School. 1992.

investido, ou seja, o período na qual o investimento é realizado frente à fase que o empreendimento investido se encontra. Isso importa em diversos sentidos, dentre os quais podemos citar, sem precipitar lições a frente elencadas, o potencial de retorno do investimento e a quantidade de tempo dispendida pelo investidor em assessoria à investida.

Nessa inteligência, cabe trazer à luz o que seria *Private Equity*, de modo que em seguida, passar-se-á a delimitar os tipos de *Private Equity*, adentrando, por fim, às definições e características próprias do *Venture Capital*. Longe de ser preciosismo semântico, deve atentar que as características do *Private Equity lato sensu* diferem do *Venture Capital*, de modo que a diferenciação faz-se necessária para evitar uma confusão, afinal, a ICVM 578 consolidou normas que versam sobre veículos de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* e buscar-se-á o foco apenas nos que interessam ao *Venture Capital*.

Private Equity pode ser considerado um modelo de negócios que, a partir de tradução literal, seria caracterizado como investimento privado²⁸. Essa explicação curta não explica grande coisa, de forma que buscar-se-á diferenciar o *Private Equity* de forma exemplificativa, elencando suas principais manifestações e segregado em subgrupos, que explicarão melhor a lógica de cada investimento.

Conforme LOBO e POTENZA (2015)²⁹, o *Private Equity* pode ser segregado em três grandes modelos de investimentos, adicionais, por lógico, ao *Venture Capital*. São eles:

- *Buyout*: Nesse modelo, conforme se afere do próprio nome, o foco é na tomada do controle da empresa investida. Os investidores de *Buyout* costumam buscar como alvos empresas sólidas, com fluxo de caixa estável, liderança de mercado, experiência do time de administração e indicadores econômicos favoráveis. A expectativa do investidor é dar um

²⁸ O conceito de investimento privado nesse ponto é tido como o contraposto ao conceito de investimento público, ou seja, aquele não ofertado publicamente e disposto apenas no âmbito privado. Há considerações a serem feitas sobre riscos, precificação de ativos, acesso à informação que tornam o investimento privado mais complexo, a princípio.

²⁹ LOBO, Carlos Alexandre e POTENZA, Guilherme Peres. *op. cit.* p. 267 - 316.

“*choque*” de gestão e destravar o valor intrínseco que não está refletido no valor investido na compra do controle.

- *Mezanino*: Investimento híbrido de dívida conversível, de forma que seria um meio-termo entre o credor bancário e aquele credor societário. De toda forma, diversamente do defendido por LOBO e POTENZA (2015) há autores que defendem o *Mezanino* como um tipo de investimento idealizado para ser o último antes de uma empresa vir a público por meio de Oferta Pública Inicial. Assim, seriam investimentos de menor risco, afinal, as empresas já estariam em estágio avançado, muitas vezes lucrativo, e prontas para capitalizar por meio de oferta pública. Essa, por exemplo, é a lição de SAHLMAN (1990)³⁰.
- *Private Investment in Public Entities (PIPE)*: Nesse modelo, o investimento é realizado em empresas que oferecem seus valores mobiliários ao público, de modo que o potencial de retorno costuma ser menor do que as demais modalidades. Há uma série de requisitos a serem observados no momento do investimento, inclusive de forma a não suscitar mecanismos próprios dos mercados de operações dos valores mobiliários.

Poderiam ser somados às modalidades acima dispostas o *Distressed Investment*, ou seja, investimento em ativos de empresas em dificuldade, e o *Leveraged Buyout*³¹. Contudo, entendemos que os tipos, de forma ou outra, se encontram inclusos nas modalidades destacadas acima.

Esclarecidos os tipos de *Private Equity* quais não serão objeto do presente estudo, faz-se imprescindível adentrar ao estudo do *Venture Capital*. Com o intuito de esclarecer melhor esse ponto, sempre importante lembrar a lição de GORGULHO (1996)³², que define o *Venture Capital* da seguinte forma:

Capital de risco, tradução encontrada no Brasil para a expressão *venture capital*, é, no sentido utilizado neste trabalho, uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de

³⁰ SAHLMAN, William A. *op. cit.*

³¹ Convém fazer menção, para um melhor entendimento sobre os *Leveraged Buyouts*: WASSERSTEIN, Bruce. *Big Deal: 2000 and Beyond*. New York: Warner Books. 2001.

³² GORGULHO, L. *op. cit.*, p. 3 - 4.

ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tange a garantias (*equity* ou *quasi-equity*), em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Em outras palavras, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro

A definição acima presta trabalho essencial ao elencar algumas características primordiais para diferenciação do *Venture Capital*, de modo que citado modelo teria como características (i) forma de financiamento; (ii) participação; (iii) com alto potencial de ganho; (iv) realização dos ganhos de capital; (v) longo prazo; e (vi) alto risco.

Diferenciando-se a abordagem, vale a pena referenciar a lição de GLADSTONE (1988)³³, que parte de um raciocínio *a contrario sensu* em busca da resposta do que seria *Venture Capital*:

It is easier to begin the description of venture capital by explaining what venture capital is not. The loan that a bank makes to a business is not venture capital. The stocks and bonds an investment company buys on the New York Stock Exchange do not involve venture capital. A real estate investment company buying apartment building, shopping centers, and so on is not investing venture capital. A subsidiary of a bank that makes investments in small business could be using venture capital. Some investment companies that buy new issues of public traded companies might also be considered investors of venture capital. If you and a group of friends get together and put some money into a small business to get it off the ground, your investment may be a type of venture capital. If you loan some money to your brother who is opening a new type of store, that money may be considered venture capital. If you buy stock in a private company that is starting to manufacture a new type of machine, the money you invest in traditionally known as high technology venture capital. The equity money put up to buy a business is considered venture capital. The money invested in a new company that shows a potential for fast growth is venture capital.

Respeitosamente, diverge-se do caráter mais abrangente concedido ao termo *Venture Capital* por GLADSTONE (1988), de forma que coaduna com a corrente de que o *Venture Capital* é um modelo de negócios restrito, não podendo ser confundido com outros tipos de *Private Equity* ou ainda como investimento-anjo.

³³ GLADSTONE, David. *Venture Capital Handbook: an entrepreneurs guide to obtaining capital to start a business buy a business or expand and existing business. New and Revised.* 1988.p. 2 - 3.

No entanto, convém referir que há certa dificuldade em segregar as figuras do *Venture Capital* e do investimento-anjo, tendo em vista a existência de certa zona cinzenta pela qual tanto poderia ser considerado um investimento-anjo quanto *Venture Capital* propriamente dito. A lógica dos dois tipos de investimentos é pautada sobre o mesmo prisma, criação de valor e investimento em fases iniciais dos empreendimentos. Contudo, alguns pontos diferenciam consistentemente esses dois modelos.

Por mais que não haja tanta relevância nessa segregação de termos, cabe conferir os principais critérios utilizados pela doutrina no sentido de isolar o *Venture Capital* do investimento-anjo. O primeiro, e talvez mais relevante, seria a fase da empresa investida. Investimento-anjo deveria ser considerado como o investimento realizado nas fases mais prematuras de um negócio, inclusive podendo ser concebido nas fases de prototipagem e de teste do próprio conceito de negócios. Assim, o investimento-anjo costuma ser o primeiro recurso de terceiros aportado no empreendimento, ainda que não se tenha um produto ou modelo de negócios perfeitamente entendido.

Ainda, pode-se citar a origem dos recursos utilizados como um fator diferencial. No investimento-anjo costuma ser próprio, e normalmente é característico de pessoas físicas que tiveram certa experiência em determinada área, científica ou não. Nesse sentido, METRICK e YASUDA (2010)³⁴ afirma que:

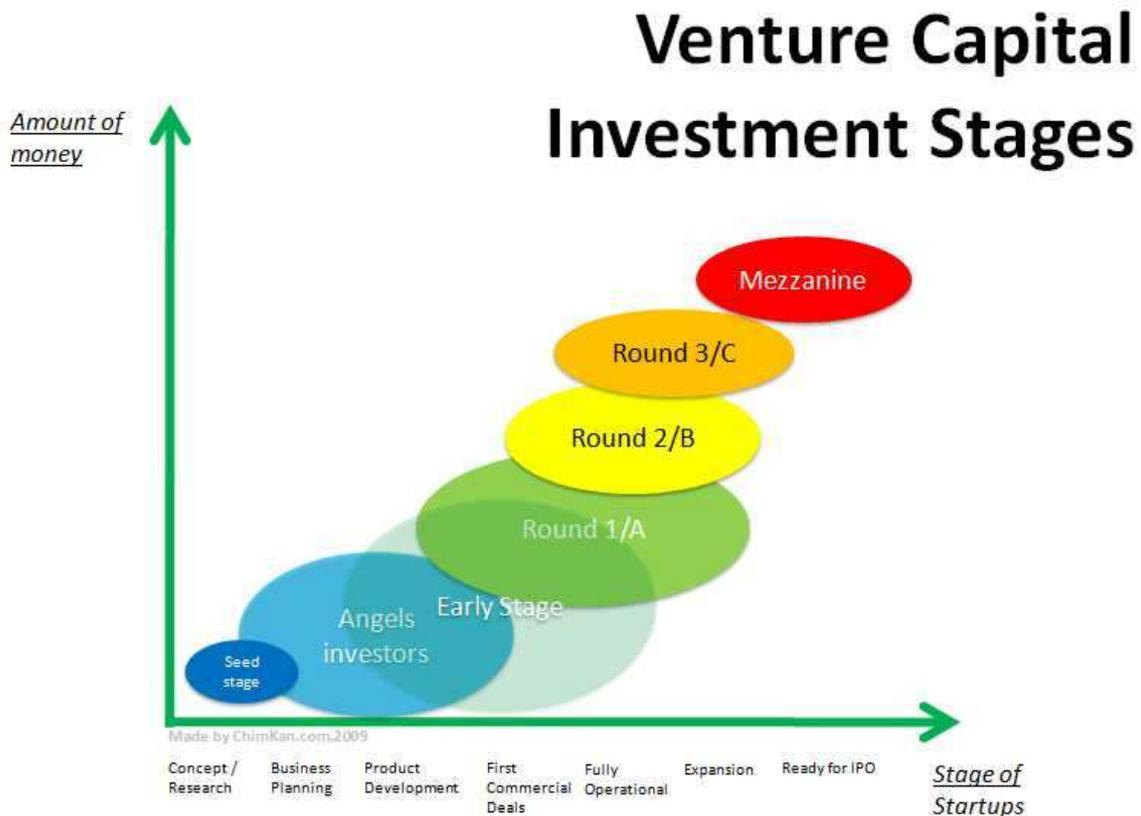
VCs are often compared to – and confused with – angel investors. Angel investors, often just called angels, are similar to VCs in some ways but differ because angels use their own capital and, thus, do not satisfy characteristic (1). There are many types of angels. At one extreme are the wealthy individuals with no business background who are investing in the business of a friend or relative. At the other end are group of angels with relevant business or technical backgrounds who have banded together to provide capital and advice to companies in a specific industry (...)

De forma a reforçar o entendimento defendido, convém analisar o gráfico abaixo, a restar claro que o *Venture Capital* deve ser posicionado como o investimento em um negócio que não é pequeno o suficiente que deva ser financiado por fundos

³⁴ METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *Venture Capital & The Finance of Innovation: Second Edition*. New York: John Wiley & Sons. 2011. p. 4.

próprios, do empreendedor (*Bootstrap*)³⁵ ou de algum especialista na área de atuação e/ou entusiasta (*investimento-anjo*), e ainda não sendo consolidado o suficiente de modo a sustentar um investimento por um *Fundo de Ações* ou *Multimercado* ou até um *Private Equity lato sensu*, por exemplo.

FIGURA 2 – ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO EM VENTURE CAPITAL



Fonte: FIEDLER, Stephen. **Goldilocks and The Three Funders**. 2011. Disponível em: <<https://mosaichub.wordpress.com/2011/12/27/goldilocks-and-the-three-funders/>>. Acesso em: 11 jun. 2017.

Outro ponto relevante a destacar do gráfico seria a flexibilidade do termo *Venture Capital*, de modo que não se considera um modelo rígido, mas sim, pode conviver com diferenças de lógica de investimentos. Explica-se. Há uma segmentação

³⁵ O gráfico privilegia o uso do termo *Seed Stage* como o primeiro estágio de investimento, no entanto, considera-se para esse trabalho o termo *Bootstrap* como mais adequado tendo em vista que o regulador brasileiro escolheu denominar uma das modalidades de fundo de investimento o Fundo Capital Semente (tradução para *seed capital*). Desse modo, com o intuito de evitar desentendimentos, utilizar-se-á *bootstrap* para esse investimento próprio realizado pelo empreendedor em fase inicial do empreendimento.

clara no posicionamento dos investidores de *Venture Capital*, tendo alguns se especializado em *Early Stage Investment*, com suas vicissitudes, riscos e necessidades especiais, enquanto outros preferem realizar os investimentos em empresas em um estágio mais avançado, importado menos risco e (normalmente) um menor retorno. Contudo, todos devem ser considerados *Venture Capital* caso atendidos alguns requisitos.

Dessa forma, cumpre listar os principais tipos de *Venture Capital*³⁶, de acordo com a fase do empreendimento qual o investidor pretende aportar, e conforme lições de METRICK e YASUDA (2010)³⁷.

- Semente (Seed)/Financiamento de Startup: Nesse estágio o montante aportado pelo investidor é relativamente pequeno e focado principalmente no desenvolvimento do conceito/produto. Trata-se de um estágio pré-comercial. O investimento nessa fase tanto pode ser realizado por investidores-anjo quanto por investidores de *Venture Capital*.
- Estágio Inicial (Early Stage): Nesse estágio, o produto já está em conclusão dos testes, ou acabara de ser declarado viável comercialmente. As empresas já estão se organizando ou organizadas há menos de 3 (três) anos ou menos. Essa fase costuma envolver a primeira série de investimentos do gestor de *Venture Capital*, inclusive a rede de conhecimentos (networking) do gestor costuma ser mais relevante nesse estágio.
- Expansão (Mid Stage): Nesse ponto, a empresa já recebe pedidos de produtos ou serviços, ou seja, já há capacidade de entrega e monetização. O papel do investidor de *Venture Capital* nessa fase passa por uma alteração de suporte para estratégico, inclusive concebendo uma inclusão de investidores de outros perfis junto aos iniciais.
- Avançado (Later Stage): Nesse estágio a empresa investida já apresenta uma taxa relativamente estável de crescimento, e muitas vezes não estão crescendo tanto quanto na fase anterior, qual seja, a de expansão. As empresas costumam apresentar fluxo de caixa positivo e os investidores de *Venture Capital* já começam a pensar em estratégias de saída, preferencialmente a oferta pública (IPO).

³⁶ Convém referir que William A. Sahlman entende que na verdade seriam 8 (oito) as fases das investidas e por conseguinte, dos tipos de investimento do *Venture Capital*, a saber, (i) Seed investments; (ii) Startup; (iii) First Stage – early development; (iv) Second Stage – expansion; (v) Third Stage – profitable but cash poor; (vi) Fourth Stage – rapid growth toward liquidity point; (vii) Bridge Stage – mezzanine investment; e (viii) Liquidity Stage – cash-out or exit. Contudo, entende-se por simplificar a abordagem, adotando a metodologia de divisão de Metrick e Yasuda.

³⁷ METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *op. cit.* p. 15.

3.3 CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS DO VENTURE CAPITAL

Realizada a apresentação inicial do conceito de *Venture Capital*, bem como de suas variações e divisões, insta ressaltar as características que permitem qualificar esse modelo de negócios como algo único e distinguível, ainda que, conforme visto acima, variações sejam aceitáveis, em especial no que tange à tese de investimento e fase do empreendimento investido.

Importa, assim, trazer a lição de METRICK e YASUDA (2010)³⁸:

A VC has five main characteristics:

1. *A VC is a financial intermediary, meaning that it takes the investors' capital and invests it directly in portfolio companies.*
2. *A VC invests only in private companies. This means that once the investments are made, the companies cannot be immediately traded on a public exchange*
3. *A VC takes an active role in monitoring and helping the companies in its portfolio.*
4. *A VC's primary goal is to maximize its financial return by exiting investments through a sale or an initial public offering (IPO).*
5. *A VC invests to fund the internal growth of companies.*

Em linha com o acima disposto, cabe tecer alguns comentários adicionais sobre cada um dos pontos. O item (1) reitera o caráter de intermediário do gestor de *Venture Capital*, de forma que ele capta recursos com investidores e busca produzir um incremento financeiro a esse valor aportado.

A característica de intermediário financeiro faz com que o gestor de *Venture Capital* necessariamente seja um profissional e se estruture como tal. De fato, o veículo utilizado para fazer a captação desses recursos varia dependendo da jurisdição e, essencialmente, de fatores tributários, mas costumam ser veículos que permitam mobilidade no processo decisório de forma a se adaptar ao processo de inovação que, conforme visto, não é algo linear e certo. No caso do Brasil, costuma-se utilizar essencialmente a estrutura de fundos de investimento em condomínio fechado.

³⁸ METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *op. cit.* p. 3.

Passando à característica (2), podemos conceber o *Venture Capital* como um modelo de negócios pautado em retornos totalmente assimétricos e criação de valor. Assim, são buscados investimentos em empresas privadas, assim, não negociadas publicamente. Dito isso, o fato de não serem negociadas publicamente aumenta exponencialmente o risco do investimento, tendo em vista a falta de liquidez, ao não ser característico um mercado secundário para o ativo investido, ou seja, não há facilidade em vender os ativos comprados.

Essa característica, conforme será visto em capítulos futuros, costuma ser utilizada pelo regulador pátrio como argumento para vedar o investimento por “*pessoas não-qualificadas*” em *Venture Capital*. Por pessoa qualificada deve ser considerada quem comprovadamente tem experiência em mercado de capitais e/ou dispõem de recursos financeiros em tal montante que justifique a expertise³⁹

Já em relação ao (3), necessário comentar que essa característica é primordial. Diferentemente de modelos de negócio de investimento pautados exclusivamente em “garimpar” valor, muitas vezes por meio de empresas subavaliadas, o *Venture Capital* necessariamente deve ser pautado pela criação de valor.

Não se pode, desse modo, qualificar um investimento como *Venture Capital* se o investidor simplesmente supre necessidades financeiras da investida. Deve-se consolidar algum valor que não apenas o financeiro, costumando, mas não se limitando a, habilidades gerenciais e *networking*.

Por fim, podemos congrega os pontos (4) e (5) como o centro lógico do investimento em *Venture Capital*. Nesse sentido, o investidor de *Venture Capital* não pretende ficar como sócio da empresa investida por longo período, colhendo dividendos, mas sim, visam o crescimento do valor da empresa e a saída, preferencialmente por oferta pública de ações (*IPO*, na sigla em inglês), porém podendo ser também por venda estratégica ou ainda outras soluções, a depender das características econômicas vigentes.

³⁹ A Instrução CVM nº 554, de 17 de Dezembro de 2014 (“ICVM 554”) versa sobre a qualificação dos investidores e segmenta em investidor qualificado, investidor profissional e investidor comum.

Sintetizando o acima elencado, o *Venture Capital* é instrumentado por alguns pontos bem característicos, dentre os quais (i) criação de valor; (ii) estratégias de entrada e saída bem definidas; (iii) risco considerável, em especial pela falta de liquidez; e (iv) capital de terceiros geridos de forma profissional.

3.4 ETAPAS DE UM INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*

Definidas as características principais que qualificam o *Venture Capital*, cabe, nesse instante, compreender as etapas do investimento do *Venture Capital*. Em cada uma delas pode-se notar tarefas diferentes e que envolvem múltiplas qualidades do gestor de investimentos em *Venture Capital*. São elas: (i) investimento; (ii) monitoramento; e (iii) saída.

A etapa de seleção de investimento compreende a escolha e análise de quais serão as empresas investidas, além de todos os trâmites legais para fechamento do acordo de investimento. Nesse pacote podemos citar, sem sombra de dúvidas, como esse o momento mais propenso para prestação de serviços do advogado. Justamente nessa fase na qual há a preparação dos documentos pré-acordo (Memorando dos Entendimentos, Acordo de Confidencialidade etc), a *due-dilligence* e documentos de investimento (Contratos de Compra e Venda de Quotas/Ações, Acordo de Acionistas etc).

Outro ponto bem interessante de ressaltar com relação à dinâmicas dessa fase dos investimentos é a de que não necessariamente todas as aplicações nos empreendimentos investidos são realizadas em um primeiro momento, tão logo haja o comprometimento do valor pelos investidores, mas sim, o gestor de *Venture Capital* costuma respeitar uma janela para identificação das oportunidades, convocando os investidores a subscrever o capital antes comprometido tão logo haja a identificação dos bons negócios. Vale-se da lição sempre atual de SAHLMAN (1990)⁴⁰:

In each new fund, the capital is invested in new ventures during the first three to five years of the fund. Thereafter few if any investments are made in companies not already in the portfolio, and the goal is to

⁴⁰ SAHLMAN, William A. *op cit.* p. 488.

begin converting existing investments to cash. As investments yield cash or marketable securities, distributions are made to the partners rather than reinvested in new ventures

Com relação à fase de monitoramento, pode-se afirmar ser uma das fases que necessitam de maior atenção, tendo em vista ser a oportunidade de o gestor de *Venture Capital* criar valor na empresa investida. Nesse sentido, cabe trazer à luz a lição de METRICK e YASUDA (2010)⁴¹:

Once an investment is made, the VC begins working with the company through board meetings, recruiting, and regular advice. Together, these activities comprise the monitoring group. Many VCs argue that these activities provide the best opportunity to add value and are the main source of comparative advantage for a successful VC.

Por fim, convém mencionar que a estratégia de saída costuma variar de acordo com o mercado investido e também com as características do mercado de capitais do país da empresa investida. Normalmente o caminho a ser escolhido pelos gestores de *Venture Capital* é o de abertura de capital por meio de oferta pública dos valores mobiliários da empresa investida. No entanto, as características do Mercado brasileiro costumam dificultar a escolha por essa saída, de forma que costumam-se utilizar outras estratégias, como a venda para uma empresa consolidada no setor, por exemplo. A fase da saída também é relevante no que tange ao recebimento dos proventos e divisão entre os investidores e gestores de *Venture Capital*.

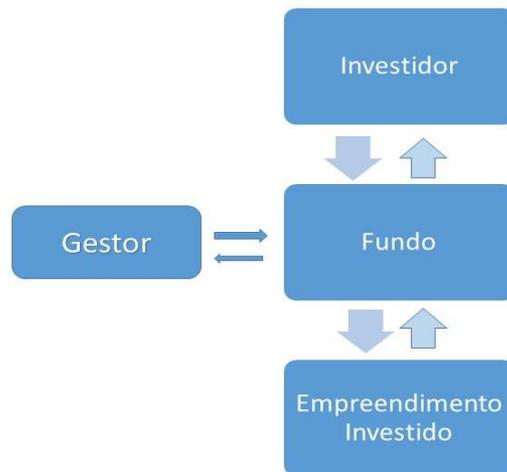
3.5 PARTICIPANTES DO MODELO DE NEGÓCIOS

Consolida-se como característica primordial do modelo de negócios do *Venture Capital* a intermediação financeira, ou seja, alguém deverá servir como um intermediador entre participantes superavitários (investidores) e participantes deficitários (empreendimentos investidos). Esse participante que agirá como intermediário será o gestor de investimentos, que, no Brasil, deve necessariamente ser credenciado na CVM, nos termos da Instrução CVM nº 558, de 2015. A estrutura comumente adotada é a de fundo de investimentos fechados sob a forma de Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (“FMIEE”), antes da ICVM 578,

⁴¹ METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *op. cit.* p. 10.

ou Fundo de Investimentos em Participações (“FIP”). A figura abaixo torna a compreensão de quais são as dinâmicas envolvidas no processo de alocação tarefa menos árdua:

FIGURA 3 – PARTICIPANTES DO MODELO DE NEGÓCIOS



Fonte: Elaborado pelo Autor

Basicamente, pode-se estabelecer duas relações jurídicas completamente distintas entre os participantes do *Venture Capital*. A primeira é a relação jurídica dos investidores com os gestores de *Venture Capital*. Conforme afirmado acima, no Brasil, a estrutura comumente utilizada é a de fundo de investimento sob a forma de condomínio fechado, de forma que a relação se faz por meio dos documentos atinentes à subscrição das cotas de fundos de investimento e toda a regulação consoante essa estrutura, em especial as instruções da Comissão de Valores Mobiliário.

Há ainda uma segunda relação que seria a de investimentos nas empresas que compõem a carteira dos fundos de investimento, pela qual há o foco nos acordos de investimento, tais quais a compra e venda das quotas/ações com cláusulas que minimizem os riscos de quem aportou o investimento, bem como nos acordos de acionistas/quotistas e demais documentos necessários. A título exemplificativo,

costumam estar sob a égide desse feixe de contratos cláusulas sobre exclusividade, preferência em aportes futuros, *tag-along*, *drag-along*⁴².

Compreende-se que a natureza arriscada do investimento nesse modelo de negócios acrescenta relevante belicosidade para as relações entre os participantes, tanto no que tange ao investidor e o gestor, mas, sobretudo, nas relações do veículo de investimento (gestor consequentemente incluído) com os empreendimentos (empreendedor). Explicando essa lógica, por ser um investimento arriscado, os investidores e gestores de *Venture Capital* buscam obter vantagens contratuais que diminuam a sistemática arriscada e que, ao mesmo tempo, certifiquem que caso o empreendimento investido venha a ser bem-sucedido, o quinhão do investidor e do gestor de *Venture Capital* sejam substanciais.⁴³Tal interesse é diametralmente oposto ao do empreendedor e, por vezes, há problemas na relação que inviabilizam o sucesso do empreendimento.

3.6 RACIONAL NA ESCOLHA DOS INVESTIMENTOS

Adicionalmente às características mais genéricas do *Venture Capital*, salienta-se por oportuno aprofundar o estudo em alguns pontos focais que estabelecerão entendimento do racional do negócio e, por conseguinte, da conveniência das estruturas de veículos de investimentos adotados no Brasil.

O primeiro ponto a ser destacado é o racional na escolha dos investimentos por parte do gestor de *Venture Capital*. GOMPERS et al (2016)⁴⁴ explicam que gestores que se especializam em investimentos nos estágios iniciais do empreendimento (*Early Stage*) e em setores mais ligados à tecnologia utilizam como racional de investimento a capacidade da equipe, mais do que o próprio produto ou mercado atuante. No entanto, analisando gestores de *Venture Capital* que investem em empresas em

⁴² William A. Sahlman (1990) analisa as principais estruturas utilizadas nos contratos de forma a mitigar os riscos dos investimentos, tanto por parte da relação entre os investidores e os gestores, quanto em relação à relação entre o fundo de investimento e as empresas investidas.

⁴³ Para uma melhor compreensão dessa natureza, vale referenciar os relatos de empreendedores que passaram por essa dificuldade de pressão dos investidores no livro LIVINGSTON, Jessica. *Founders at Work: Stories of Startups' early days*. New York: Apress. 2008.

⁴⁴ GOMPERS, Paul et al. *op. cit.*

estágio mais desenvolvido tendem a levar mais em conta o modelo de negócios e o produto.

The management team was mentioned most frequently both as an important factor (by 95% of the VC firms) and as the most important factor (by 47% of the VCs). Business (or horse) related factors were also frequently mentioned as important with business model at 83%, product at 74% market at 68% and industry at 31%. The business related factors, however, were rated as most important by only 37% of the firms. Fit with the fund was of some importance. Roughly one-half of the VCs mentioned it as important and 14% mentioned it as the most important. Valuation and VCs' ability to add value were each mentioned by roughly one-half of the VCs, but were viewed as most important by fewer than 3% overall.

There is some interesting cross-sectional variation. The team is more likely to be the most important factor for early-stage investors and IT investors than for late-stage and healthcare investors. Business related factors are more likely to be most important for late-stage and healthcare investors. Indeed, the Health subsample is the only one that did not overwhelmingly chose team as the most important factor. Valuation is also more important, both as a factor and as the most important factor for late-stage investors.

No mesmo sentido, Cris Haroun⁴⁵ afirma que os gestores de venture capital concedem mais importância ao *jockey*, em detrimento do cavalo⁴⁶. Ou seja, a equipe de gestão da empresa investida é elemento central no processo decisório do investimento, inclusive a análise histórica do desempenho dos empreendedores é elemento fortemente considerado nesse processo.

Cabe trazer à memória as lições de MAURYA (2010)⁴⁷, BLANK (2005),⁴⁸ e RIES (2008)⁴⁹. Referidos autores emolduram um conceito de modelo de negócios chamado *Lean Startup*⁵⁰, ou em uma tradução livre, *Startup Enxuta*. De fato, o conceito de *Lean Startup* é novo, porém amplamente aceito pela indústria de *Venture Capital*, o que, se

⁴⁵ HAROUN, Cris. *An Entire MBA in 1 Course*. Udemey. 2017.

⁴⁶ O *Venture Capital* costuma utilizar analogia com a corrida de cavalo, justamente pois ela serve perfeitamente para o entendimento, considerando-se o cavalo como o empreendimento e o *jockey* como o empreendedor.

⁴⁷ MAURYA, Ash. *Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan that Works*. O'Reilly. 2012

⁴⁸ BLANK, Steve. *op. cit.*

⁴⁹ RIES, Eric. *A Startup Enxuta: Como os Empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas*. Crown Publishing Group. 2011.

⁵⁰ *Lean Startup* pode ser entendido como um método administrativo comumente utilizado no que concerne ao direcionamento de empresas em estágio inicial. A tradução para o termo, *Startup Enxuta*, torna mais claro o entendimento do que seria a razão. Basicamente, a ideia é que uma *Startup* ainda não tem um modelo de negócios definido, devendo buscar um feedback do seu público-alvo para consolidar melhor sua estratégia.

não explica, pelo menos esclarece, a disruptura com o modelo de decisão de investimentos tradicional.

RIES (2008)⁵¹ explica que uma *Startup* ainda não tem um modelo de negócios definido, pois ela precisa testar se o modelo que o fundador acredita é compatível com o mercado, ou seja, o modelo de negócios deve ser maleável e adaptável na fase inicial de um empreendimento. Foca-se mais nas perguntas a serem feitas e nas sinalizações dos potenciais usuários do que na própria execução do plano de negócios definido pelos empreendedores. Ademais, insta lembrar a lição de Steve Blank no sentido de que “*startups falham porque escalam antes de descobrir o modelo de negócios*”⁵².

Nessa inteligência, podemos ilustrar esse racional com um caso de investimento de *Venture Capital* no qual fica clara a propensão do investidor de apostar no *jockey*, e não no cavalo. Transcreve-se a entrevista de Max Levchin, um dos fundadores do *Paypal*⁵³, na qual, de uma maneira certamente cômica, reforça-se que as ideias podem mudar, fortalecendo a necessidade de o investidor de *Venture Capital* apostar na pessoa e não apenas na ideia:

One of the interesting moments was after we got funding from Nokia Ventures, the first VC firm that funded us. The beaming at Buck's was still done under this, “We’re doing this handheld device, share your lunch bill with you Palm Pilot. “By the time we had our first board meeting a month later, we had already realized that that wasn’t going to work and that we had to do the web stuff much more prominently – and we had all these other ideas that we wanted to do, which we later on threw out. But we started the board meeting basically saying, “Hi, John. Hi, Pete” – the new VC guys – “We changed our business plan.” And these guys were like, “What?” They just put down \$4 million to see something happen, and we said, “Sorry, we’re not going to do that; we’re going to do this”

Nesse sentido, fica claro que, por mais que o investimento em *Venture Capital* no *Pay Pal*, citado acima, tenha se dado em um momento pretérito ao próprio desenvolvimento do conceito de *Lean Startup*, portanto, o modelo de *Venture Capital*

⁵¹ RIES, Eric. *op. cit.*

⁵² BLANK, Steve. *op. cit.*

⁵³ LIVINGSTON, Jessica. *op. cit.* p. 16.

ainda não evoluído como na pesquisa de GOMPERS et al (2016), já havia a noção e lógica no sentido de que os modelos de negócios podem mudar.

Nesse mesmo diapasão, vale-se da lição de THIEL (2014)⁵⁴:

Pequeno não significa inexistente. Cometemos esse erro no início do PayPal. Nosso primeiro produto permitia às pessoas transmistirem dinheiro entre si via PalmPilots. Era uma tecnologia interessante, e ninguém mais estava fazendo aquilo. Porém, os milhões de usuários de PalmPilots do mundo não estavam concentrados num local específico, pouco tinham em comum e usavam seus dispositivos apenas esporadicamente. Ninguém precisava de nosso produto, portanto não tínhamos clientes.

Tendo aprendido essa lição, voltamos nossa atenção aos leilões do eBay, nos quais obtivemos nosso primeiro sucesso. No final de 1999, o eBay dispunha de alguns milhares de “PowerSellers” – vendedores com maior aprovação dos consumidores de eBay – de alto volume, e após três meses de esforço dedicado estávamos atendendo a 25% deles. Foi bem mais fácil alcançar alguns milhares de pessoas que realmente precisavam de nosso produto do que tentar competir pela atenção de milhões de indivíduos dispersos

Importa notar que, apesar de muitas vezes essa alteração no rumo do empreendimento promova desgaste entre o empreendedor e o investidor de *Venture Capital*, o estágio atual do *Venture Capital* encara como natural a falha, de forma a precipuamente focar nos empreendedores que, por mais que possam falhar no desenvolvimento de determinado produto e/ou serviço, apresenta potencial para ajustar o curso do empreendimento e produzir retornos exponenciais.

Por fim, insta notar que a depender do foco do empreendimento investido, pode-se conceber uma lógica diferente no racional de investimentos, sem prejuízo de a normalidade ser o foco em determinado tipo de pessoas, que poderão construir inovações possivelmente deveras impactantes e lucrativas ao escalarem.

⁵⁴ THIEL, Peter. *op cit.* p. 61 - 62

3.7 RISCO E RECOMPENSA

O risco é um ponto nevrálgico e inerente à disciplina da inovação. Conforme destacado em capítulo inicial do presente estudo, por natureza conceitual, a inovação é uma quebra de paradigma, desse modo, incompatível com a ausência de risco.

O modelo de negócios do *Venture Capital* essencialmente espelha esse panorama, tanto no que tange aos instrumentos jurídicos costumeiramente utilizados (dívida conversível, ação preferencial, em especial⁵⁵), quanto na própria regulação adotada pela *Comissão de Valores Mobiliários* do Brasil, ao somente permitir que investidores qualificados aloquem capital nesses fundos de venture capital, conforme visto anteriormente.

Ademais, a própria lógica com relação às investidas transmite esse panorama de risco. Os investidores de venture capital costumam entender como normais perdas de capital em investidas, sendo esperado uma taxa de 70% (setenta por cento) das investidas resultem em prejuízo ou não-retorno de investimentos. A lógica do venture capital é que o resultado de poucas investidas supere de tal forma o retorno esperado sem risco, que todo o fundo possa ser superavitário⁵⁶.

Na realidade, pode se inferir que o Venture Capital se pauta em retornos desproporcionais, algo próximo a Pareto⁵⁷. Contudo, trata-se de um fato ainda maior. Poucas são as empresas investidas nessa fase do negócio que sobrevivem e se tornam rentáveis, de forma que poucas sustentam os custos do restante e um número ainda menor apresenta retornos exponenciais. Essa é a lição de THIEL (2014)⁵⁸:

⁵⁵ Nesse sentido, para um melhor entendimento dos contratos que costumam ser utilizados no Venture Capital em geral, vale a leitura de COYLE, John F. and GREEN, Joseph M., *Contractual Innovation in Venture Capital* (March 28, 2014). *Hastings Law Journal*, Vol. 66, p. 133, 2014; UNC Legal Studies Research Paper No. 2417431. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=2417431>, bem como CUMMING, Douglas J., *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. AFA 2003 Washington, DC Meetings; *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, Issue 5, pp. 1947-1982, 2008. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=302695>.

⁵⁶ SAHLMAN, William A. *Op Cit.*

⁵⁷ O Princípio de Pareto foi enunciado pela primeira vez por Vilfredo Pareto, e basicamente versa sobre a causalidade de um grupo pequeno ser responsável pelas consequências de um grupo grande. Assim, costuma-se assentar uma regra de 80-20, ou seja, 80% do resultado é devido a ação de 20% de um grupo, por exemplo.

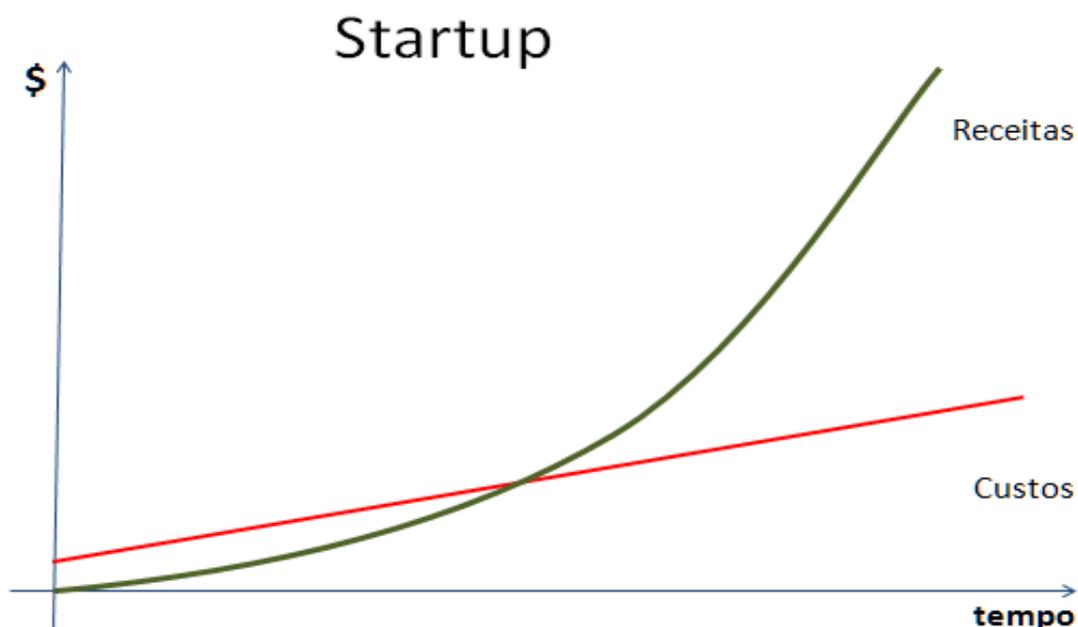
⁵⁸ THIEL, Peter. *op. cit.*, p. 91.

Os capitalistas de risco têm como objetivo identificar, financiar e lucrar com empresas promissoras no estágio inicial. Eles arrecadam dinheiro de instituições e pessoas ricas, concentram num fundo e investem em empresas de tecnologia que acreditam se tornarão mais valiosas. Se adiante estiverem certos, recebem uma parte dos retornos – geralmente 20%. Um fundo de capital de risco ganha dinheiro quando as empresas de sua carteira tornam-se mais valiosas e abrem o capital ou são compradas por empresas maiores. A expectativa dos fundos de capital de risco costuma ser de dez anos, já que leva tempo para empresas de sucesso crescerem, e “saírem”.

Mas a maioria das empresas financiadas por capital de risco não chega a abrir capital ou ser adquirida. A maioria fracassa, geralmente logo após ser criada. Devido a esses fracassos iniciais, um fundo de capital de risco costuma perder dinheiro de início. Os capitalistas de risco esperam que o valor do fundo aumente substancialmente em poucos anos, até o ponto de equilíbrio [break-even point] e além, quando as empresas bem-sucedidas da carteira atingem seus surtos de crescimento exponencial e começam a aumentar de escala.

Conforme vemos no gráfico abaixo, outro risco inerente à atividade de investimento em venture capital é o fato de que os empreendimentos em fases iniciais, em especial àqueles que atuam em setores mais tecnológicos, como *softwares* e biotecnologia, apresentam déficits nos primeiros anos. Esse conceito pode ser perfeitamente compreendido por meio da análise da figura abaixo da Curva J:

FIGURA 2 – CURVA J



Fonte: GRANDO, Nei. **Finanças para Startups**. 2014. Disponível em:
 <<https://neigrando.wordpress.com/2014/07/31/financas-para-startups/>>. Acesso em: 11 jun.
 2017/

No entanto, não apenas o risco inerente à inovação, bem como o fluxo operacional negativo qualificam o investimento em *Venture Capital*. Não é impensável que uma das principais dificuldades do modelo de negócios é o alinhamento de interesses. LERNER (2002)⁵⁹ sintetiza a natureza desses conflitos da seguinte forma:

To briefly review the types of conflicts that can emerge in these settings, Jensen and Meckling (1976) demonstrate that agency conflicts between managers and investors can affect the willingness of both debt and equity holders to provide capital. If the firm raises equity from outside investors, the manager has an incentive to engage in wasteful expenditures (e.g., lavish offices) because he may benefit disproportionately from these but does not bear their entire cost. Similarly, if the firm raises debt, the manager may increase risk to undesirable levels. Because providers of capital recognize these problems, outside investors demand a higher rate of return than would be the case if the fund were internally generated.

Ainda com relação ao conflito de interesses (*agency problem*), costuma-se aventar que o mesmo diz respeito ainda à relação dos investidores com os gestores de *Venture Capital*, de modo que buscam-se consolidar, conforme lições de SAHLMAN (1990)⁶⁰, nos contratos que versam sobre essa relação, disposições sobre limitação de tempo do investimento, proibição de investimento nos empreendimentos por estruturas diferentes do fundo, sistema de compensação na qual o gestor não receberá antes dos investidores, disposições sobre venda de ativos e vedação à negociação do gestor com pessoas relacionadas a esses, por exemplo.

Há ainda conflitos de interesses entre os investidores (representados em comunhão pelo fundo) e os empreendedores fundadores dos empreendimentos investidos. O primeiro ponto a ser abordado é o financeiro, por um lado, o empreendedor tem pouco incentivo a reduzir as despesas operacionais do empreendimento, exatamente o foco do investidor. O que costuma ser utilizado para suprimir esse descasamento é a segmentação do aporte do capital, ou seja, o

⁵⁹ LERNER, Josh. Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. Harvard NOM Working Paper No. 03-13.

⁶⁰ SAHLMAN, William A. *op cit.* p. 493 - 494.

empreendedor recebe o aporte de capital a partir do cumprimento de determinadas metas.

Vale-se novamente da ótima pesquisa de SAHLMAN (1990)⁶¹ sobre o tema, que assevera que os investidores de *Venture Capital* costumam impor sanções aos empreendedores por mau uso dos recursos, bem como os motivos pelos quais os empreendedores costumam aceitar a disposição de tais punições nos contratos:

Staging the capital also provides incentives to the entrepreneurial team. Capital is a scarce and expensive resource for individual ventures. Misuse of capital is very costly to venture capitalists but not necessarily to management. To encourage managers to conserve capital, venture-capital firms apply strong sanctions if it is misused. These sanctions ordinarily take two basic forms. First, increased capital requirements invariably dilute management's equity share at an increasingly punitive rate. (This was the case with Federal Express). Second, the staged investment process enables venture-capital firms to ensure that the firm, even when the firm might be economically viable, is the key to the relationship between the entrepreneur and the venture capitalist [see also Stiglitz and Weiss (1983) for a similar argument in the banking industry]. By denying capital, the venture capitalist also signals other capital suppliers that the company in question is a bad investment risk. (...)

Entrepreneurs accept the staged capital process because they usually have great confidence in their own abilities to meet targets. They understand that if they meet those goals, they will end up owning a significantly larger share of the company than if they had insisted on receiving all of the capital up front. As discussed below, entrepreneurs also must take conscious choices about who provides capital and what value they can add in addition to capital (página 507)

Interessante notar também a lição de LERNER (2002)⁶², dessa vez em relação ao risco decorrente de assimetria informacional:

Even if the manager is motivated to maximize shareholder value, informational asymmetries may make raising external capital more expensive or even preclude it entirely. For instance, Myers and Majluf (1984) and Greenwald, Stiglitz, and Weiss (1984) demonstrate that equity offerings of firms may be associated with a "lemons" problem (first identified by Akerlof (1970)). If the manager is better informed about the investment opportunities of the firm and acts in the interest of current shareholders, then managers only issue new shares when the company's stock is overvalued. Indeed, numerous studies have documented that stock prices decline upon the announcement of

⁶¹ SAHLMAN, William A. *op cit.* p. 507.

⁶² LERNER, Josh. *op. cit.*

equity issues, largely because of the negative signal that it sends to the market.

Há de se considerar que a busca por instrumentos que mitigassem conflitos de interesses e assimetria informacional se deu principalmente após o estouro da “*Bolha das Pontocom*”, de forma que, em vista dos prejuízos colossais que marcaram esse período, não se pôde mais conviver com características do modelo que minavam os retornos dos investidores.

O modelo de negócios do *Venture Capital* evoluiu no sentido de tentar enfrentar esses dois problemas, principalmente por meio de incentivos financeiros e instrumentos jurídicos que prezem certas garantias ao investidor. Assim, a bolha da internet no começo do século XXI foi essencial para fortalecer o modelo de negócios do *Venture Capital* e mitigar a seleção adversa, em seu sentido Akerlofiano, citada por LERNER (2002).

Outrossim, convém considerar que a assimetria informacional, de fenômeno deveras marcante no *Venture Capital*, pode ser entendida como uma barreira de entrada para participantes que pretendam realizar investimentos, de forma que, indubitavelmente, o conhecimento da *práxis* do mercado favorece às firmas especialistas de *Venture Capital*. Nesse diapasão, assevera LERNER et al (2009)⁶³:

If the information problem could be eliminated, these barriers to financing would disappear. Financial economists argue that specialized intermediaries, such as private equity organizations, can address these problems. By intensively scrutinizing companies before providing capital and then monitoring them afterward, they can alleviate some of the information gaps and reduce capital constraints. Thus, it is important to understand the tools employed by private equity investors in this difficult environment, which enable companies ultimately to receive the financing that they cannot raise from other sources. It is the nonmonetary aspects of private equity that are critical to its success. These tools – the screening of investments, the use of convertible securities, the syndication and staging of investments, and the provision of oversight and informal coaching – are highlighted in the second module.

Compreendidos pontos essenciais sobre o modelo de negócios do *Venture Capital*, vale expor a evolução do *Venture Capital*, desde o seu surgimento até os dias atuais. O enfoque da evolução partirá principalmente do mercado americano,

⁶³ LERNER, Josh et. al. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. Wiley. 2009. p. 5.

justamente por esse ser o mais relevante do mundo, mas também será privilegiada a evolução do *Venture Capital* no Brasil.

CAPÍTULO 4 – SURGIMENTO E EVOLUÇÃO DO *VENTURE CAPITAL*.

4.1. SURGIMENTO DO *VENTURE CAPITAL*

Consiste em tarefa árdua apontar o surgimento do *Venture Capital*. Contudo, podem ser utilizadas como ferramentas as características do modelo de negócios de forma a buscar um consenso do momento do surgimento dessa maneira de estruturar os negócios e investimentos de risco.

Diversos são os motivos que fazem entender como uma tarefa complexa apontar o exato momento do surgimento do *Venture Capital* como modelo profissional de investimento. O primeiro deles é o fato de o investimento em risco ser algo naturalmente intrínseco ao próprio capitalismo. Porém, podemos nos atentar para as características primordiais do *Venture Capital* e buscar uma resposta satisfatória para o questionamento.

Inclusive no que tange ao capitalismo nos tempos do surgimento do Estado Moderno, no século XV, podemos ver um capital de risco como algo essencial para as Grandes Navegações. Não é impensável considerar o investimento na navegação nesses tempos como algo inovador e arriscado.

Nesse sentido, podemos citar ABDI (2012)⁶⁴ que traz como antecessor histórico para o investimento em *Venture Capital* o aporte da Rainha Isabella de Castilla no projeto de navegação de Cristóvão Colombo:

A Rainha Isabella de Castilla realizou um investimento de PE/VC no projeto inovador de Cristóvão Colombo em 1492, um ano após o Rei João II de Portugal recusar-se a participar. Assim como os investimentos de PE/VC atuais, os reis católicos da Espanha não proveram apenas capital para a viagem, mas, também, gestão e assistência na seleção da tripulação e estabeleceram a divisão dos resultados com a equipe da expedição, uma das pedras fundamentais da atividade de PE (Pavani, 2003; Mathonet e Meyer, 2008). Apesar de Anson (2006) reconhecer a trajetória de Colombo como uma contribuição para a história de PE/VC, ele sugere que a estrutura e

⁶⁴ ABDI. *op cit.* p. 43.

base para os investimentos modernos de PE/VC iniciaram-se em 1800 no Reino Unido, com a revolução industrial (página 43)

Vale referenciar que há doutrina que entende possivelmente o surgimento do Venture Capital na Roma Antiga. Essa é por exemplo a lição de LEVIN (2005)⁶⁵:

Marcus Licinius Crassus, reputedly the richest man in Julius Caesar's Rome, financed many enterprises, including a private fire department. Through most of Rome's building were made of wood in the first century B.C., republican Rome lacked a public fire department. Crassus capitalized on this deficiency. When a building caught fire, his business agents and firefighters would repairs swiftly to the scene of the conflagration. If they believed the building (or the adjoining structures) worth saving, the agents would offer to buy it (or them) for cash (at an appropriate discount). If the owner refused, the firefighters would leave without taking remedial action. If the owner agreed to sell, Crassius' agents would close the purchase and his firefighters would then attempt to save the building. While not every such Crassus investment was a success, Crassus apparently did very well on a fully distributed portfolio basis. (§106).

Inteligência similar pode ser encarada no que tange aos investimentos dos grandes empresários Norte-Americanos no final do século XIX e início do século XX, dentre os quais pode-se destacar os investimentos de J.P. Morgan em energia elétrica, por meio da fundação da *Edison Electric Light Company* (atualmente chamada *General Electric*)⁶⁶.

Apesar de apresentar similaridades incontestes com o modelo de *Venture Capital* moderno, não estão presentes algumas características essenciais, em especial a gestão profissional de capital de terceiros, sendo os investimentos desses empresários oriundos das fortunas de suas famílias. De todo modo, inegável os avanços alcançados pelos investimentos desses grandes nomes capitalistas.

O segundo ponto é o fator evolucionar. Um modelo de negócios é um processo de constante aperfeiçoamento, de forma que a evolução, de tanto regra torna-se inimiga daqueles que ousam apontar o primeiro dessa espécie. Desse modo, convencionar um início para certa maneira de estruturar os negócios não é trivial.

⁶⁵ LEVIN, Jack S. *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*. Wolters Kluwer Law & Business. 2005. § 106.

⁶⁶ Para uma boa análise sobre esse período, vale a leitura de CHERNOW, Ron. *The House of Morgan: Na American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*. New York: Grove Press. 1990.

Contudo, interessante notar que parece haver um consenso sobre o espaço de surgimento desse modelo de negócio, sem que o mesmo possa ser dito sobre o aspecto temporal. Os Estados Unidos da América são largamente apontados como o berço do surgimento do *Venture Capital*, em especial na sua Costa Leste. Somente em período posterior há a ascensão da Costa Oeste, focada especialmente na região do Vale do Silício.

Com relação ao aspecto temporal, entende-se meritória corrente majoritária da doutrina que aponta o surgimento do *Venture Capital* moderno no pós-2ª Guerra Mundial, mais precisamente em 1946, com a ascensão de George Doriot à presidência do *American Research and Development Corporation* (“ARD”), tido como o primeiro fundo de *Venture Capital* propriamente dito.

Porém, antes de adentrar especificamente à análise da estruturação da ARD, cabe fazer uma pequena digressão, de forma a conceber e entender o processo evolutivo da ideia de investimento em inovação que culminou na criação do referido fundo. Assim, deve-se retornar à década de 1930, analisando a mudança na visão da ciência, que passaria a ser encarada não apenas como experimento, mas sim a partir de uma visão comercial e empreendedora, em especial sob o âmagio do *New England Council*. Essa é a lição de ANTE (2008)⁶⁷:

In 1934, Compton proposed an ambitious program he called “Put Science to Work”. The campaign called for the public financing of “scientific and engineering research looking toward better public works for the future”. Instead of blaming labor-saving technology for society’s ills, Compton proposed the bold idea that science gave birth to great new industries. “New industries are like babies: they need shelter and nourishment, which they take in the form of patent protection, financing and the chance of reasonable profits,” wrote Compton in a long essay promoting his campaign. “But, before all, they need to be born, and their parents are science and invention”.

The outcome of the Committee was the creation of the New England Industrial Foundation. The Foundation’s goal was not to invest in new enterprises but to create a sort of industrial research organization to “appraise opportunities for scientific enterprises in the New England área”. After spotting those opportunities, the Foundation hoped existing New England businesses would prop them up with Money and advice.

⁶⁷ ANTE, Spencer E. *Creative Capital: George Doriot and the Birth of Venture Capital*. Boston: Harvard Business School Publishing. 2008. p. 77.

De fato, podemos entender claramente que o embrião do *Venture Capital* já estava se formando nessa época, por meio dessa mudança de visão da ciência. Todavia, deve-se atentar para o fato de o desenvolvimento do *Venture Capital* não ter se dado na referida década por dois principais fatores históricos, quais sejam: (i) a crise de 1929, que impôs uma visão excessivamente conservadora por parte dos reguladores, bem como dos investidores, sendo naturalmente contrassenso com o investimento de risco; e (ii) o início da 2ª Grande Guerra, no final da década, de forma que todos os esforços, empreendedores ou não, passaram a focar na atividade militar.

Nesse sentido, o surgimento, ou ressurgimento da ideia de desenvolver uma aplicabilidade comercial à pesquisa científica, foi postergado, apenas se concebendo no pós-2ª Guerra Mundial. Inclusive foi deveras estimulado pelas autoridades estadunidenses, a partir de necessidade identificada de um maior desenvolvimento de tecnologias frente aos avanços significativos da Alemanha nazista, especialmente de materiais, que poderiam ser usados tanto militarmente, quanto na vida civil. Por oportuno, revive-se a ideia do *New England Council*, conforme lição de ANTE (2008)⁶⁸:

The revival of the venture capital idea began quickly after World War II. Following the Japanese surrender, MIT President Karl Compton dusted off his plans to create a new type of financial firm that would finance the development of technical and engineering companies. It was time to put Science back to work. So Compton gathered his old pals from the New Products Committee of the New England Council, including Ralph Flanders, Merrill Griswold, and Donald K. David, the dean of Harvard Business School, and persuaded them to form a venture capital firm.

On June 6, 1946, the American Research and Development Corporation (ARD) was incorporated under Massachusetts law by Flanders, Taft-Pierce Manufacturing Company President Frederick S. Blacksall Jr., former National Rubber Director Bradley Dewey, and MIT Treasurer Horace S. Ford. ARD was formed, wrote Doriot in the company's first annual report, "to aid in the development of new or existing businesses into companies of stature and importance".

O movimento de surgimento do *Venture Capital* não foi isolado e monopolista com a ARD. De fato, a característica de receber financiamento de terceiros, e não apenas capital próprio, faz com que a ARD difira das contemporâneas, mas cabe trazer à tona que na mesma época também se desenvolveram profissionalmente

⁶⁸ ANTE, Spencer E. *op. cit.*

relevantes “*family offices*”, notadamente o dos *Rockfellers* e dos *Whitney*. Assim leciona ANTE (2008)⁶⁹:

ARD was one of a few venture capital firms created after the war. Early in 1946 two wealthy East coast families formed the venture capital organizations J. H. Whitney & Company and Rockefeller Brothers Company. But ARD was the first professional venture firm that sought to raise Money from nonfamily sources – primarily institutional investors such as insurance companies, educational organizations, and investment trusts. This was a critical development since it greatly expanded the potential amount of Money that could be devoted to venture capital. As the first public venture firm, ARD also distinguished itself by seeking to democratize entrepreneurship by focusing on technical ventures and by providing the intellectual leadership for this small nascent community.

The group of men who founded ARD believed it could crack the conundrum of the risk-less economy. And now that the war was over, they were in a position to do something about it. Money for new enterprises had been restricted, they believed by the New Deal’s onerous tax system, and by the increasing prominence of ultraconservative investment trusts. Investment trusts and life insurance companies accounted for an expanding portion of the U.S savings Market, but they were reluctant to invest in risky new ventures. Custom and prudence dictated that the trustees of these firms confined their investments to high-grade bonds or blue-chips securities.

De fato, desde o início das suas atividades, o foco da ARD já era o de buscar um modelo de negócios diferente, o que, sob a liderança de Georges Doriot, acabou por se tornar realidade. Podemos notar características próprias do modelo de *Venture Capital* na explicação do tipo de investimento que a ARD fazia, conforme Doriot em ANTE (2008)⁷⁰:

While the banks and directors raised Money, ARD hit the ground in a full Sprint. The company took office space at 79 Milk Street in Boston’s financial district. Its small staff followed an open-door policy, and began to attract hundreds of business plans. “ARD does not invest in the ordinary sense”, said Doriot, “Rather, it creates by taking calculated risks in selected companies in whose growth possibilities it believes”. The firm set clear guidelines: projects should have passed the “test-tube” stage, be protected “through patents or specialized knowledge and techniques.”, and afford an “attractive opportunity for eventual profits”.

⁶⁹ ANTE, Spencer E. *op. cit.*, p. 107-109

⁷⁰ *Ibidem.* p. 112-113.

Although ARD's policy was to take equity stakes with their investments, the company's hunger for cash led them to finance some of their companies through convertible debt or convertible preferred stock. In these cases, ARD financed a company with a loan, payable in installments, usually with options or warrants to buy stock at a later date

Outro ponto bem relevante, e característica imprescindível do modelo de negócios do *Venture Capital*, já presente nos primeiros dias operacionais da ARD é a influência significativa na gestão das empresas investidas. O *Venture Capital* não suporta uma postura passiva do seu gestor, mas sim uma adequada criação de valor por meio de influência, o que já pode ser concebido na própria natureza dos investimentos da ARD. Conforme ANTE (2008)⁷¹:

The first round of investments illustrated ARD's philosophy of going "beyond monetary investments" to "include managerial assistance and technical advice when necessary". Management expertise was just as important as Money in Doriot's view. ARD provided such advice largely through placing its officers, directors, or advisors on the boards of its portfolio companies.

Insta salientar outra face do estímulo do *Venture Capital*, que surge intrinsecamente ligado a questões de segurança nacional dos Estados Unidos da América, e apresenta um crescimento vertiginoso, inclusive em termos de regulações e estímulos governamentais em um contexto de fortes tensões com a Rússia pela Guerra Fria, e corrida armamentista e aeroespacial.

Nessa inteligência, um marco determinante na aceleração do crescimento e desenvolvimento do *Venture Capital* foi o lançamento do primeiro satélite artificial pela U.R.S.S. em 4 de outubro de 1957, o *Sputnik*, realçando a vantagem comunista na corrida espacial. ANTE (2008)⁷² ressalta esse fator da seguinte forma:

Like World War II, the Sputnik crisis marked a profound turning point in the history of American innovation. Over the next year, the U.S. government inaugurated a host of federally sponsored programs that become the bedrock of the high technology, entrepreneurial economy.

Sputnik also galvanized public support for venture capital. Bills to create publicly sponsored venture capital organizations had been introduced in Congress over the last two decades but they had. Always been too controversial to pass. The Sputnik crisis silenced the critics

⁷¹ *Ibidem.* p. 114

⁷² *Ibidem.* p. 152.

of the languishing bills, mostly Federal Reserve officials who believed the modest growth potential of many new ventures justified the small pool of venture capital. And so on August 21, 1958, President Eisenhower, once unenthusiastic about proposals for federally sponsored investment companies, signed the Small Business Investment Company (SBIC) program, which offered tax breaks and subsidized loans to aspiring entrepreneurs.

Prosseguindo, podemos citar os esforços do governo americano, especialmente no que tange ao *Small Business Act* of 1958, legislação que criou o *Small Business Investment Companies (SBICs)*. Convém ressaltar que, apesar de o programa SBIC não ter atingido grande sucesso, foi fator essencial para o desenvolvimento de muitos protagonistas desse modelo de negócios.

Fruto desse esforço nacional pela propagação do investimento em inovação, a Costa Oeste começou a florescer como alternativa viável e lógica para os investimentos em inovação. Steve Blank, no documentário “*The secret history of Silicon Valley*”⁷³ explica que a região da costa oeste americana recebeu massivo investimento no pós-segunda guerra mundial, a partir da década de 1950, como uma tática militar nesse período de começo da Guerra Fria. Durante esse período, os maiores avanços tecnológicos recebiam essencialmente investimentos estatais, especialmente das forças armadas, em pesquisas de universidades como *Stanford* e *University of California*.

4.2. VALE DO SILÍCIO - OITO TRAIADORES E A ASCENSÃO DA INDÚSTRIA DE SEMICONDUTORES

Nesse instante, cabe lembrar uma história emblemática do *Venture Capital* norte-americano, inclusive protagonizada por aquele que muitos acreditam ter cunhado o termo *Venture Capital* e um dos fundadores do Vale do Silício: Arthur Rock.

Rock era um analista de banco em Nova Iorque na década de 1950, e segundo os contos, teria recebido acidentalmente uma carta enviada por oito cientistas que trabalhavam no laboratório de um vencedor de prêmio Nobel chamado William

⁷³ BLANK, Steve. *The Secret History of Silicon Valley* (2008). 1h02m46s.

Bradford Shockley, que realizava pesquisas sobre semicondutores. A importância dos semicondutores é estupenda, principalmente para a produção de microchips, essenciais, dentre outras coisas, para o lançamento de foguetes da corrida espacial.

Salienta-se por oportuno consolidar que Arthur Rock fora aluno de Georges Doriot, diretor da ARD, em Harvard, de modo que já estava familiarizado com os ideais de criação de valor e inovação, característicos do método adotado pelo docente francês e posteriormente por todos os investidores de Venture Capital.

Prosseguindo a estória, por meio da referida carta, os oito cientistas (que ficariam conhecidos como os Oito Traidores) solicitavam financiamento para um projeto de desenvolvimento de semicondutores. Rock, avaliando ser aquela uma ótima oportunidade, listou possíveis investidores, a começar pelos “family offices” das famílias mais tradicionais. Ocorre que nenhuma delas se interessou por prover o dinheiro necessário para desenvolver o projeto.

Em seguida, Rock listou companhias que poderiam possivelmente encarar esse novo tipo de investimentos, tendo em vista que era um investimento de tamanho risco que sequer poderia ser mensurável. A lista que Rock promoveu tinha empresas grandes, que investiam somas consideráveis em PeD (Pesquisa e Desenvolvimento).

De fato, Rock desde o começo entendeu que as características desse investimento fariam com que o investidor tivesse que ter (i) montante de capital considerável dado a possibilidade de perda ser consistente; e (ii) perfil de longo prazo.

Todavia, as grandes companhias não acreditaram no potencial daquele modelo de negócios, de forma que não aceitaram realizar o investimento pedido no valor de \$1.500.000,00. Rock foi apresentado à Sherman Mills Fairchild, empreendedor e inventor americano, que aceitou constituir uma empresa que receberia os oito cientistas demissionários.

Assim, surgiu a Fairchild Semicondutores, empresa que produziu o primeiro circuito integrado comercialmente disponível, e muito mais importante, foi celeiro de

inúmeras outras empresas criadas por seus ex-funcionários. Indubitavelmente, a mais notável foi a dos fundadores da Intel: Bob Noyce e Gordon Moore⁷⁴.

Sem sombra de dúvidas que Bob Noyce foi uma influência única sobre as gerações de empreendedores que o substituíram no Vale do Silício. Inclusive, convém trazer à lembrança a influência de uma invenção de Noyce e seu impacto em toda uma indústria, conforme CRINGELY (1993)⁷⁵:

Using their new photolithography method, Noyce and his boys put first two or three componentes on a single chip, then ten, then a hundred, then thousands. Today the same area of silicon that once held a single transistor can be populated with more than a million components, all too small to be seen.

A criação do circuito integrado permitiu uma revolução ainda maior quando, das mãos de Ted Hoff, funcionário da Intel, surgiu a invenção do primeiro microprocessador. Isso não foi apenas relevante para a Intel, empresa fundada por Noyce e Moore e que empregava Ted Hoff, mas revolucionou toda uma maneira de pensar a computação, permitindo uma compactação dos componentes e, por conseguinte, o avanço da computação pessoal. O tamanho dessa mudança de paradigma é perfeitamente expresso por CRINGELY (1993)⁷⁶:

The integrated circuit – the IC – also led to a trend in the other direction – toward higher price points, made possible by ever more complex semiconductors that came to do the work of many discrete components. In 1971, Ted Hoff at Intel took this trend to its ultimate conclusion, inventing the microprocessor, a single chip that contained most of the logic elements used to make a computer. Here, for the first time, was a programmable device to which a clever engineer could add a few memory chips and a support chip or two and turn it into a real computer you could hold in your hands. There was no software for this new computer, of course – nothing that could actually be done with it – but the computer could be held in your hands or even sold over the counter, and that fact alone was enough to force a paradigm shift on Silicon Valley (página 41)

⁷⁴ Gordon Moore prestou, adicionalmente à criação da Intel, outro ótimo serviço para a indústria de computação, ao teorizar, em 1965, sobre o poder de processamento dos computadores que, segundo a lei que leva seu nome, dobra a cada 18 meses.

⁷⁵ CRINGELY, Robert X. (Mark Stephens). *Accidental Empires: How the Boys of Silicon Valley Make Their Millions, Battle Foreign Competition, and Still Can't Get a Date*. Addison-Wesley Publishing. 1993. p. 41.

⁷⁶ CRINGELY, Robert X. (Mark Stephens). *op cit.* p. 41

4.3. NOVO MODELO DE ESTRUTURAÇÃO E A MODERNIZAÇÃO DO VENTURE CAPITAL

Diversamente da estrutura jurídica adotada pela ARD, os novos gestores de *Venture Capital* anteciparam alguns problemas das companhias abertas como veículo de investimento de *Venture Capital*, em especial os de conflito de interesses e regulação da *Securities and Exchange (SEC)*⁷⁷. Assim, a estrutura adotada pelos novos gestores de *Venture Capital* passou a ser primordialmente a de *Limited Partnership*⁷⁸, tal qual atualmente. ANTE (2008)⁷⁹ ilumina que Elfers, ex-funcionário da ARD foi um dos primeiros a buscar uma estrutura jurídica diversa para esse tipo de investimentos, o que é expresso da seguinte forma:

For Elfers, the solution to many of ARD's problems was to take advantage of a new organizational form: the limited partnership. Although it might be too complicated to convert ARD into a partnership, it was not too late for Elfers to form his own. He wouldn't be the first person to realize the advantages of such a structure. In 1959, the first limited partnership for venture capital was organized in Palo Alto, California when Army officer, banker, and diplomat William H. Draper Jr. Formed Draper, Gaither & Anderson. In 1961, Arthur Rock, an investment banker who was a student of Doriot at Harvard, and Thomas J. Davis, a real state investor, formed Davis & Rock, the industry's second significant partnership. (páginas 190 e 191).

No mesmo sentido, podemos citar METRICK e YASUDA (2010)⁸⁰:

An important milestone for the VC industry came in the 1960s with the development of the limited partnerships for VC investments. In this arrangement, limited partners put up the capital, with a few percentage points of this capital paid every year for the management fees of the fund. The remaining capital is then invested by the general partner in private companies. Successful investments are exited, either through a private sale or a public offering, before the ten-year life of the partnership expires. The most common profit-sharing arrangement is an 80-20 split: after returning all the original investment to the limited partners, the general partner keeps 20 percent of everything else.

⁷⁷ SEC é a Comissão de Valores Mobiliários dos EUA, ou seja, o regulador do mercado de capitais.

⁷⁸ A estrutura de *Limited Partnership* apresenta um híbrido de responsabilidade limitada na figura dos Limited Partners e ilimitada na figura do General Partner. Assim, os investidores ficariam com maior proteção ao seu patrimônio, enquanto o gestor, estaria mais exposto ao risco dos investimentos.

⁷⁹ ANTE, Spencer E. *op cit.* p. 190 - 191.

⁸⁰ METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *op. cit.* p. 11.

Contudo, nesse momento cabe referência ao tido como primeiro grande investimento (costuma-se fazer referência à grande jogada do *baseball* chamada “*home run*” para esses casos de sucesso) de um *Venture Capital*, que foi a abertura de capital da *Digital Equipment Company*, investida pela ARD, em 1966. Nesse sentido, cabe trazer à tela as lições de ANTE (2008)⁸¹:

The first tenet was that “the riskiest part of the spectrum has to date proved the most rewarding, and the greatest capital gains have been earned in companies which were started from scratch.” Second, most venture investing has not been “built on achievement of dramatic overnight successes, but on the steady growth of soundly based, well-managed affiliates.” Third, “technology has proved a rewarding field for American Research and is particularly well suited for creative capital investment.” The reason? “In specialized technical áreas with products protected by patents and know-how, it is easier for small companies to compete with large organizations”, explain Doriot.

[...]

As the summer drew to a close, it was Digital’s time to come out, time for ARD’s Cinderella to put on her glass slipper. On August 19, Lehman led an \$8 million offering to sell 375,000 shares of stock in Digital Equipment under the ticker “DEC”, The offering easily sold out. [...] In nine years, ARD’s \$70,000 investment had skyrocketed in value by a factor of five hundred, validating Doriot’s model and proving the shortsightedness of SEC inspectors. (p. 196)

Nessa inteligência, uma soma de fatores pode explicar a expansão desse modelo de negócios, mas inegavelmente, o caso de sucesso da *Digital Equipment Company* pode ser indicado como um deles. O fator de multiplicação (500 vezes) sobre o valor investido entrou no imaginário popular, de forma que o *Venture Capital* entrou em voga. Entretanto, outro fator, na década seguinte, pode explicar uma mudança de patamar em termos de alocação de capital nesse modelo de negócios.

4.4. REVISÃO DO PRUDENT MAN RULE E A MUDANÇA DE PATAMAR DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL

Apesar do desenvolvimento do mercado de *Venture Capital* já estar sendo consolidado, inclusive com a ascensão de diversas firmas de *Venture Capital* na Costa

⁸¹ ANTE, Spencer E. Op Cit. pgs 172 e 173.

Oeste, temos um ponto importante de inflexão no tamanho desse mercado a partir de uma mudança legislativa referente aos fundos de pensão: a alteração do *Prudent Man Rule*. GOMPERS e LERNER (2002)⁸² acentua esse ponto, no seguinte sentido:

One policy decision that potentially had an effect on commitments to venture funds via supply changes is the clarification by the U.S. Department of Labor of the Employment Retirement Income Security Act's (ERISA) prudent man rule in 1979. Through 1978, the rule stated that pension managers had to invest with the care of a "prudent man". Consequently many pension funds avoided investing in venture capital entirely: it was felt that a fund's investment in a start-up could be seen as imprudent. In early 1979, the Department of Labor ruled that portfolio diversification was a consideration in determining the prudence of an individual investment. Thus the ruling implied that an allocation of a small fraction of a portfolio to venture capital funds is not imprudent. That clarification specifically opened the door for pension funds to invest in venture capital. (p. 37).

A mesma lição é trazida por OFFA⁸³, no seguinte sentido:

Nas décadas de 60 e 70, embora a formação de "*limited partnership*" tivesse se tornado mais comum, elas ainda representavam a minoria dos investimentos. As atividades nesse segmento só passaram a aumentar significativamente ao final da década de 70 e início dos anos 80. Em 1979 o Departamento do Trabalho dos Estados Unidos tornou mais clara sua regra do "homem prudente", na qual ele explicitamente permitiu que os gestores dos fundos de pensão passassem a investir em ativos de maior risco, incluindo-se nessa classificação os investimentos em "Venture Capital". (Contratos Financeiros ... página 19)

Nesse sentido a mudança de patamar de recursos disponíveis foi acompanhada pela ascensão e profissionalismo das figuras dos gestores de *Venture Capital*. Ainda, temos como um fator relevante do maior desenvolvimento do mercado a maior frequência de desinvestimentos bem-sucedidos.

Há ainda, nesse final da década de 1970 e início da década de 1980 nos EUA, um avanço tecnológico mais próximo à realidade do público em geral, com o começo do desenvolvimento do mercado de computação pessoal, descobrimento da insulina artificial (Genentech), inovações essas financiadas pelos investimentos de gestores

⁸² GOMPERS, Paul e LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2002.

⁸³ OFFA, Luis Felipe West. *Contratos Financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de "Private Equity" e "Venture Capital": Teoria e realidade no caso brasileiro*. São Paulo. 2005. p. 19.

de fundos de *Venture Capital*. Esse fenômeno aconteceu apesar do momento macroeconômico desfavorável desse período, a saber as crises do petróleo, extinção do padrão-ouro e início do sistema de câmbio flutuante etc.

Contudo, podemos citar a ascensão de duas das maiores firmas de *Venture Capital* ainda hoje nessa mesma década, conforme exposto pelo Censo da ABDI (2012)⁸⁴:

A Costa Oeste também presenciou, nos anos 70, a ascensão de outras organizações gestoras de PE bem-sucedidas como a *Kleiner Perkins Caufield & Byers* (KPCB) em 1972, *Institutional Venture Partners* (IVP) em 1974, e *Sequoia Capital* em 1975, dentre outros. Eugene Kleiner deixou a *Fairchild Semiconductors* e Tom Perkins deixou a *Hewlett-Packard* para fundar a *Kleiner Perkins Caufield & Byers*. Eles catalisaram o maior fundo de PE/VC da época, com US\$ 8 milhões, focado em startups e PMEs. Desde sua criação, a KPCB a financiou mais de 300 companhias de alta tecnologia, muitas extremamente bem-sucedidas como Amazon, America Online, Compaq, Electronic Arts, Flextronics, Genentech, Google, Netscape e Sun Microsystems entre outras.

Em 1972, Donald Valentine, que tinha trabalhado na *Fairchild Semiconductors*, foi contratado pela *Capital Group*, uma empresa especializada em Asset Management, para trabalhar em sua divisão de situações especiais (outra nomenclatura utilizada pelo mercado para classificar investimentos de PE/VC). Eles captaram US\$ 5 milhões de investidores institucionais para investir em startups e pequenas companhias de capital fechado e organizaram os fundos Sequoia I e Sequoia II. Em 1975 Valentine deixou a *Capital Group* e iniciou sua própria organização gestora independente de PE/VC focada em startups e PMEs denominada *Sequoia Capital*. Eles possibilitaram as atividades de muitas empresas de sucesso, como, Atari, Apple Computer e Genentech (que em 1980 realizou a primeiro abertura de capital em bolsa de valores (IPO) de uma empresa de biotecnologia da história). (Bygrave and Timmons, 1992; Ante, 2008; KPCB, 2010)

Prosseguindo, podemos citar os anos de 1980 como anos nos quais havia uma disputa por recursos do *Venture Capital* com outros modelos de investimentos em *Private Equity*, especialmente o modelo de *Buyout*. Há uma forte concentração de recursos em investimentos nas inovações financeiras que marcaram essa época, em especial as *junk bonds* do *Drexel* e nas firmas de *Leveraged Buy Out*.

⁸⁴ ABDI. *op. cit.*, p. 47 - 48.

No entanto, sob a maior possibilidade de investidores, tendo em vista as inovações do *Prudent Man Rule* do final da década anterior,

Os investimentos em *startups* e PMEs saltaram de US\$ 600 milhões em 1980 para US\$ 3,0-3,5 bilhões de 1983 a 1989. Outra vez, impulsionada pelo mercado de ações aquecido, a indústria de PE/VC nos EUA atingiu o pico em 1987; existiam mais de 700 Organizações gestoras de PE, e investimento de US\$ 3.9 bilhões em mais de 1.700 empresas em portfólio” ABDI (2012)⁸⁵.

4.5. A EXUBERÂNCIA IRRACIONAL COMO DIVISOR DE ÁGUAS

A década de 1990 foi marcada por dois momentos totalmente contrastantes. A abundância de capital e o foco excessivo no setor de tecnologia fizeram com que se fizesse presente um processo artificial de aumento de preços das cotações das ações de empresas listadas na Bolsa de Valores (especialmente na NASDAQ) ligadas ao setor de tecnologia, seguido por uma desvalorização massiva e rápida dos preços desses ativos, ao final da década, o que ficou conhecido como “*bolha das pontocom*”.

Importante para entender o ambiente trazer à tela as lições de THIEL (2014)⁸⁶, que salienta que a década de 1990 foi marcada por euforia, nos primeiros anos, com a queda do Muro de Berlim, mas igualmente por um pessimismo geral. São elencados como fatores de pessimismo nos EUA, a ascensão do Japão, as imagens de soldados mortos em Mogadíscio no começo da década, a fuga de empregos para o México. Convém ressaltar ainda, que em meio ao auge da “*bolha das pontocom*”, uma das piores crises de dívida teve seu auge com a derrocada do rublo e quebra de um dos maiores fundos de investimento do mundo: o *Long-Term Capital Management* (LTCM).

Novamente cita-se THIEL (2014)⁸⁷ que assevera que o sentimento geral no período imediatamente anterior à bolha era o seguinte:

⁸⁵ ABDI. *op cit.*

⁸⁶ THIEL, Peter. *op cit.*

⁸⁷ *Ibidem*, p. 22.

Portanto, o pano de fundo para a efêmera onda das pontocom iniciada em setembro de 1998 era um mundo onde nada mais parecia funcionar. A Velha Economia não conseguia enfrentar os desafios da globalização. Algo precisava funcionar – e de forma grandiosa – para que o futuro pudesse ser de fato melhor. Por prova indireta, a Nova Economia da internet era o único caminho à frente.

Portanto, a década foi marcada pelo auge dos investimentos no *Venture Capital*, bem como das Ofertas Públicas Iniciais de empresas investidas por esses, e pela depressão de todo setor com a desvalorização das ações e quebra de muitas empresas voltadas para o setor de tecnologia, minando a confiança do investimento no *Venture Capital*⁸⁸.

Nesse sentido, não podemos esquecer do termo cunhado pelo presidente do Banco Central Americano da época, Alan Greenspan, no sentido de o processo de investimentos nos setores de tecnologia ter se consubstanciado em uma exuberância irracional, pela qual, de um jeito ou de outro, qualquer empresa que remetesse à tecnologia era subitamente alçada ao status de Bom negócio e negociada a múltiplos esticados. Essa é a lição de ABDI (2012)⁸⁹:

O Presidente da Reserva Federal dos Estados Unidos da América, Alain Greenspan, utilizou-se desta expressão exuberância irracional num discurso no American Enterprise Institute durante o auge da chamada bolha da internet ou bolha das empresas “ponto-com” (“dot-com”). Greenspan comentou em 5 de de- 6 Thomas Friedman cita o IPO da Netscape como uma das dez forças que planificaram o mundo em seu livro “O Mundo é Plano” (Friedman, 2005) A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro 52 zembro de 1996 nesta conferência que “claramente, a inflação baixa sustentada implica menos incerteza sobre o futuro, e os prêmios de risco mais baixos resultam em preços implícitos mais elevados de estoques e outros ativos remunerados. Podemos notar isto ao ver a relação inversa exibida por relações preço/lucro e taxas de inflação no passado. Mas como podemos saber quando a exuberância irracional impulsionou indevidamente os valores dos ativos (superando seu valor justo), que então passam a estar sujeitos às contrações inesperadas e prolongadas, como ocorreu no Japão ao longo da última década? ”

⁸⁸ A título de contextualização, cabe trazer à luz que a bolsa NASDAQ, principal bolsa de valores para as empresas de tecnologia e que serve como índice para esse mercado caiu de 5.000 pontos para cerca de 1.000 pontos, levando à quebra de muitas empresas e pânico geral.

⁸⁹ ABDI. *op cit.* p. 52.

4.6. HISTÓRICO DO VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Assim como a história do desenvolvimento econômico brasileiro, a história da evolução do investimento em *Venture Capital* no Brasil começa tardiamente, quando se comparada com seu desenvolvimento mundial. Nessa inteligência, podemos fazer referência aos investimentos das famílias brasileiras mais ricas diretamente em empresas no começo do século XX como um tipo de *private equity*, mas não *Venture Capital*, por se aterem apenas a setores consolidados e de forma bem conservadora⁹⁰.

Nesse sentido, cabe trazer à tela que o *Venture Capital* surgiu no Brasil a partir de iniciativas externas, destacando-se o braço de investimentos do Banco Mundial IFC e a *Adela Investment Company S.A.* Podemos citar as lições da ABDI (2012)⁹¹:

Segundo Ramalho (2010), a primeira iniciativa de implantar a Indústria Brasileira de PE/VC ocorreu em 24 de Setembro de 1964 com a criação da *Adela Investment Company S.A.*, um ano após o *Atlantic Community Development Group for Latin America* (ADELA) ter sido formado num modelo de uma força tarefa da North Atlantic Treaty Organization (OTAN) liderada pelo senador dos EUA Jacob K. Javits. O objetivo da força-tarefa era propor políticas para apoiar o desenvolvimento econômico da América Latina.

Originalmente uma parceria público-privada, esta se tornou uma iniciativa exclusivamente privada, apoiada pelos senadores Javits e Hubert Humphrey. A *Adela Investment Company* (AIC) iria adquirir participações minoritárias em startups e PMEs, vender suas participações uma vez maturadas, e reinvestir os lucros em novos empreendimentos. Ela iria aplicar princípios de mercado na busca de projetos rentáveis de alto impacto nas economias locais, e sem orientação política ou filantrópica (U.N, 1965; Fox, 1996; Rivera, 2007; Boyle e Ross, 2009).

A AIC fez seu primeiro investimento no Brasil em 1965, de um total de 22 investimentos (US\$ 23 milhões) em 15 anos. Após investir um total de US\$ 122 milhões em 141 negócios na América Latina, a *Adela Investment Company* fechou suas operações 1980 em função de problemas financeiros.

⁹⁰ ABDI. *op cit.* Pág. 57 e 58

⁹¹ *Idem.*

A década seguinte foi marcada pelo começo das iniciativas estatais de estímulo da inovação por meio do investimento direto. Assim, o BNDES criou, em 1974, 3 subsidiárias para financiar empresas em fase inicial, especialmente voltadas para o desenvolvimento da indústria brasileira. Há que se notar que o período econômico de estímulo à indústria brasileira era a marca da Ditadura Militar brasileira. Nesse sentido, foram criadas a Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Denota-se que em 1982 essas três subsidiárias se fundiram formando o BNDESPar, fundamental para o desenvolvimento da indústria de *Venture Capital* brasileiro⁹².

Ainda na mesma década de 1970, duas iniciativas tomaram forma, a primeira pelas mãos da Financiadora de Estudos e Projetos S.A. ("FINEP"), que, em 1976, criou o programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN) para estímulo aos investimentos em pequenas e médias empresas por meio de empréstimos subsidiados. Além disso, em 1976 foi criada a Brasilpar, uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas. Ressalta-se que a criação da Brasilpar contou com amplo apoio do primeiro presidente da CVM, Roberto Teixeira da Costa e foi estruturada como holding⁹³.

As condições econômicas brasileiras da década de 1980 dificultaram a ascensão de uma mentalidade de longo prazo nos investidores brasileiros, o que, por conseguinte, atrapalhou de certa forma o desenvolvimento do *Venture Capital* nessa época. Contudo, cabe trazer à luz iniciativa de estímulo a esse modelo de investimentos, conforme ABDI (2012)⁹⁴:

Não obstante, a indústria Brasileira de PE/VC não dispunha de estímulo fiscal nem arcabouço legal adequados, como os que havia nos EUA. Apenas em 1986 a atividade de PE/VC foi beneficiada pelo Decreto-Lei 2.287, regulada pelas Leis N^{os} 1.184 e 1.346/8877. A nova regulamentação reconhecia as Sociedades de Capital de Risco (SCR), organizações gestoras de VC focadas exclusivamente na aquisição de participações minoritárias em PMEs (...)

⁹² *Ibidem.* p. 58.

⁹³ *Ibidem.* p. 59.

⁹⁴ *Ibidem.* p. 60.

Consonante com as alterações macroeconômicas e estruturais no começo da década de 1990, notou-se uma ascensão de interessantes iniciativas, dentre as quais cabe fazer uma ressalva especial ao Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (CONTEC). A CONTEC analisou mais de 300 oportunidades de negócio, tendo investido em 24 delas⁹⁵.

Convém fazer referência especial ao ano de 1994, marco do começo da virada econômica brasileira permitida pela responsabilidade no tratamento da economia, mas também por dois momentos relevantes e marcantes para a indústria de investimentos no Brasil.

O primeiro é o lançamento do fundo GPCP I, da gestora GP Investimentos, no valor de US\$ 500 milhões de capital comprometido. Tal feito demonstrou de forma precisa que o termômetro para investimentos no Brasil estava aquecido. Além disso, conforme será melhor explorado em capítulo futuro nesse trabalho, houve a edição da ICVM 209, regulando o investimento em empresas emergentes.

O final da década de 1990 acompanhou o cenário eufórico externo, assim, por lógico, houve um aumento exponencial nos investimentos em empresas em estágio inicial, sobretudo naquelas voltadas para tecnologia da informação. A título expositivo, compreende-se que os investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital* saltaram de US\$ 200 milhões em 1997 para US\$ 1,1 bilhão em 2000, nos quais 78 de 118 negócios eram voltados para a internet⁹⁶. Esse momento também foi marcante pela criação da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), em 2000, que posteriormente foi renomeada para Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCAP), em 2005, sempre importante para os pensamentos da indústria.

Novamente o momento econômico mundial e brasileiro prestaram desserviço ao desenvolvimento do *Venture Capital* brasileiro, tendo em vista que a bolha da internet estourou em 2000, e as incertezas políticas rondaram a eleição brasileira de início do milênio. Esse fenômeno apenas foi dirimido a partir de 2004, com as

⁹⁵ *Ibidem.* p. 61.

⁹⁶ *Ibidem.* p. 63.

mudanças sobre a percepção do posicionamento brasileiro no âmbito da economia mundial.

Por fim, essencial mencionar as iniciativas do Fundo de Capital Semente CRIATEC, que recebeu em sua primeira edição recursos do BNDES e do Banco do Nordeste do Brasil – BNB. A gestão do CRIATEC é realizada por gestoras privadas que são aprovadas pelos investidores, de modo que são definidas as principais teses de investimento, bem como as parcerias locais para identificação de oportunidades.

O Fundo CRIATEC indubitavelmente representa uma iniciativa meritória do Governo Brasileiro de estímulo aos investimentos em tecnologia, inclusive, resultado disso poderia ser o fato de já estar em sua terceira edição⁹⁷.

⁹⁷ Para um melhor entendimento sobre a CRIATEC, cabe *trazer à luz o estudo: MESEL, Haim. Análise da Demanda por Venture Capital no âmbito do FMIEE CRIATEC. Recife. 2010*

CAPÍTULO 5 – CONSIDERAÇÕES SOBRE AS ESTRUTURAS DE INVESTIMENTO COLETIVO.

5.1. RACIONAL DA ESTRUTURA DE INVESTIMENTO COLETIVO

A ideia de constituir estruturas de investimentos coletivo surge de uma necessidade de melhor adequação da estrutura para investimentos de portfólio. De fato, poder-se-ia fazer uma análise evolucionar puramente econômica dos fundos de investimento, referindo-se à evolução da própria maneira de pensar os investimentos coletivamente.

Contudo, tal análise fugiria do enfoque do presente trabalho, de modo que apenas referiremos à ótima doutrina de CARVALHO (2012)⁹⁸, que cita a Teoria do Portfólio de Markowitz como essencial para o aumento da utilização dessas:

Essa ideia de mensurar pontos ótimos de carteiras de investimentos levou o economista norte-americano Harry Markowitz a desenvolver a teoria acerca de uma eficiente diversificação de investimentos, segundo a qual com uma adequada seleção de portfólio, poder-se-ia alcançar uma carteira ótima de investimentos, considerando as premissas de expectativa de rentabilidade ou de disposição à assunção de riscos. Essas pesquisas e estudos de Markowitz, consubstanciadas inicialmente pelo artigo Portfolio Selection (Seleção de Portfólio), publicado em 1952, impactaram de maneira determinante todas as análises financeiras e econômicas relacionadas a investimentos, além de proporcionarem ao autor o recebimento do Prêmio Nobel de Economia em 1990.

Além de um melhor balanceamento de portfólio, a estrutura de investimento coletivo pode ser descrita como um ótimo meio de o poupador individual buscar retornos consideráveis sob o seu patrimônio investido, tendo em vista o fato de contar com profissionalismo dos prestadores de serviços que realizam a gestão dos fundos aportados pelo poupador.

⁹⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin. 2012. p. 16.

Nessa mesma inteligência, faz-se necessário citar as lições de FREITAS (2006)⁹⁹, que consolida como os fatores que levaram ao surgimento dos mecanismos de investimento coletivo da seguinte forma:

O elemento característico comum aos empresários de cada país era a busca por uma estrutura que permitisse maior facilidade operacional para o seu produto, possibilitando: (i) que os recursos aplicados fossem resgatáveis com relativa facilidade; (ii) que o risco do investimento fosse diluído entre os participantes em função de uma diversificação das aplicações; e (iii) que a carga fiscal incidente sobre a estrutura não inviabilizasse a operação.

De fato, não se pode deixar de notar essa característica do acesso do investidor comum às estratégias mais sofisticadas de investimento. Esse caráter democrático, de acesso ao conhecimento de investimento, é bem reportado por CARVALHO (2012)¹⁰⁰:

O fundo de investimento permite a aplicação de pequenos volumes de recursos e proporciona o acesso a uma administração e gestão especializadas, constituindo-se, pois, em um dos mais notáveis e democráticos mecanismos de alocação de poupança dos investidores. Dessa forma, estes, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro, optam pelos fundos com o intuito de conjugar seus recursos em busca de soluções de investimento seguras e que lhes proporcionem maior rentabilidade e liquidez.

Nesse mesmo diapasão podemos citar EIZIRIK et al (2011)¹⁰¹ que assevera o seguinte:

A possibilidade de aplicação em uma carteira de ativos diversificada, mediante a aquisição de cotas de fundos de investimentos constitui um dos fatores mais atrativos para os investidores. Com efeito, a diversificação dos investidores em ativos de vários segmentos do mercado financeiro propicia que o rendimento satisfatório de determinados ativos compense a eventual baixa dos demais.

Além disso, a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de

⁹⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin. 2006. p. 45.

¹⁰⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* p. 17.

¹⁰¹ EIZIRIK et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª Edição Revista e Ampliada. 2011. p. 81 - 82.

projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito.

Inegável que o profissionalismo dos gestores das carteiras das estruturas de investimento coletivo costuma representar como uma maior proteção dos investidores individuais, exatamente funcionando como uma estrutura balizadora do mercado.

Nessa esteira, antes de adentrar à exposição da evolução das estruturas de investimento coletivo, cabe referenciar a correlação direta entre o desenvolvimento de diversos setores e, porventura, da própria economia, por meio dos investimentos realizados por estruturas de investimento coletivo. Essa é a lição de CARVALHO (2012)¹⁰²:

Outrossim, em alguns casos, notou-se uma especialização consoante o foco do investimento, o que foi muito importante para o desenvolvimento de vários setores e viabilização de diversos empreendimentos. Os próprios nomes de alguns investment trusts evidenciam essa especialização: Trust de Cabos Submarinos (*Submarines Cables Trust*), Trust de Hipotecas de Ferrovia Anglo-Americanas (*Anglo-American Railroad Mortgage Trust*), Sociedade Trust de Debêntures de Ferrovia (*Railway Debenture Trust Company*), Trust de Telégrafos Globais (*Globe Telegraph and Trust*), Sociedade Trust de Debêntures de Água e Gás (*Gas and Water Debenture Trust Company*).

Consolidado o entendimento sobre a importância das estruturas de investimento coletivo, bem como de algumas características que democratizaram o investimento torando-o possível para investidores que dispunham de valores em montante pouco expressivos, cabe digressão no sentido de expor a evolução dessas estruturas de investimento coletivo.

5.2. EVOLUÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Importante notar que para um melhor entendimento acerca do surgimento de certa organização, de investimento ou não, necessita-se fazer uma análise das

¹⁰² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* p. 39.

circunstâncias pelas quais esses foram criados. Nesse sentido, cabe trazer à tala a lição de PAJISTE (1958)¹⁰³:

Duas condições determinaram a formação das sociedades de aplicação: a primeira foi a formação e a cristalização duma riqueza suficiente em um certo país, o acúmulo de importantes capitais em busca de aplicação; a segunda, a criação de uma mentalidade entre os capitalistas, para apreciar as grandes vantagens de tal organismo especializado.

Ademais, há controvérsia com relação à qual seria o primeiro mecanismo de investimento coletivo. Certamente, varia bastante a definição temporal do surgimento dessa figura dependendo da concepção pela qual se encara o mecanismo de investimento coletivo. Nesse sentido, insta observar novamente a excelente lição de CARVALHO (2012)¹⁰⁴, que assevera o seguinte:

A doutrina diverge ao definir qual teria sido o primeiro desses mecanismos de investimento coletivo (*Investment Trust*). A ideia de realizar investimentos em conjunto, com o viés de explorar determinada atividade econômica, certamente surgiu desde os primórdios da humanidade. No entanto, a estruturação de uma forma organizada com o objetivo de investir em títulos públicos ou privados, para se ter um retorno financeiro mediante a valorização ou rendimentos proporcionados por estes, somente apareceu no século XIX.

Grande parte da doutrina identifica na *Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volkslijt* – Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional, constituída em 18 de agosto de 1822, pelo Rei Guilherme de Orange, em Bruxelas, o surgimento dos *Investment Trusts*

Em sentido oposto, FREITAS (2006)¹⁰⁵ sintetiza como motivo para aqueles que discordam de a Sociedade Geral dos Países Baixos ter sido o primeiro mecanismo de investimento coletivo, fato de não constar um requisito desses mecanismos, qual seja, a distribuição de riscos:

Ocorre que a *Société Générale des Pays Bas* era uma estrutura que não reconhecia o princípio da divisão de riscos, propondo-se apenas a facilitar o ingresso dos títulos estrangeiros no mercado nacional,

¹⁰³ PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edices Financeiras S.A. 1958. Pg 169.

¹⁰⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* Pg. 36.

¹⁰⁵ FREITAS, Ricardo de Santos. *op cit.* p. 63.

razão pela qual alguns estudiosos entendem não ser legítimo apontá-la como precursora

Seguindo a mesma corrente, podemos citar PAVIA (2016)¹⁰⁶, que não apenas concorda que a Sociedade Geral dos Países Baixos não pode ser entendida como uma Investment Trust, como, mencionando Eduardo Salomão Neto, entende que as primeiras estruturas de investimento coletivo surgiram na Inglaterra por obra do acaso como uma forma de adequar ao enrijecimento normativo após uma das mais devastadoras bolhas de ativos financeiros:

Segundo Eduardo Salomão Neto, os motivos pelos quais os *trusts* influenciaram o direito societário e de mercado de capitais modernos nos países da common law podem ser atribuídos a circunstâncias fortuitas. Em virtude das especulações e dos abusos verificados no início do século XVIII, em 1720 foi editado na Inglaterra o Bubble Act, o qual restringiu a concessão de personalidade jurídica a associações reconhecidas por carta real ou ato do Parlamento (Charter), sendo nulos quaisquer mecanismos que visassem burlar as regras. Como é possível de se imaginar, as cartas reais ou do Parlamento eram extremamente difíceis de serem obtidas. Para contornar a dificuldade do reconhecimento da personalidade jurídica e atender às necessidades de junção de capitais e condução de atividades em nome e proveito de entidade autônoma, passou-se a utilizar o instituto do trust (...)

Prosseguindo com as lições de PAVIA (2016)¹⁰⁷, pode-se considerar interessante suas considerações sobre o surgimento das sociedades de aplicação e o motivo desse autor acreditar que a Inglaterra deve ser considerada como o local no qual essas estruturas de investimento surgiram:

Uma das razões que determinam a criação de sociedades de aplicação é a formação e a cristalização de riqueza, com o conseqüente acúmulo de capitais em busca de aplicação. Esta nos parece ser exatamente a condição encontrada na Inglaterra desde a época da expansão marítima do Império Britânico, no século XVI.

No entanto, decorridos alguns períodos de euforia, crises e alguns marcos regulatórios, somente após 1862 com a publicação do Companies Act, é que a Inglaterra passou a contar com uma disciplina legal adequada às sociedades anônimas e aos títulos por elas emitidos.

¹⁰⁶ PAVIA, Eduardo. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento*. São Paulo: Quartier Latin. 2016. p. 22.

¹⁰⁷ *Ibidem*. p. 26.

De fato, o *Companies Act* deve ser considerado um divisor de águas no que tange à definição e regulação do tratamento a ser dado aos veículos de investimento coletivo, tendo em vista que permitiu segurança jurídica para os investimentos realizados sob essa lógica. Desse modo, cabe trazer novamente a ótima lição de PAVIA (2016)¹⁰⁸:

Basicamente, a lei determinou o registro das companhias de investimento, ressalvadas algumas exceções, regulou a divulgação de informações (disclosure) e as pessoas envolvidas na atividade, objetivando:

- (i). Administração honesta, independente e imparcial;
- (ii). Participação mais ativa da administração da companhia de investimento pelos acionistas (participantes);
- (iii). Estruturas de capital exequíveis e adequadas;
- (iv). Disclosure e publicidade dos relatórios financeiros e contábeis adequados; e
- (v). Regulação da oferta das ações das companhias.

Cabe ressaltar outro salto legislativo deveras importante para o desenvolvimento de uma segurança jurídica na estruturação desses veículos de investimento coletivo foi a ascensão da Diretiva 85/611/CEE aprovada pelo Conselho Europeu em 04 de julho de 1985. Sobre esse marco regulatório, convém citar novamente CARVALHO (2012)¹⁰⁹:

Nesse contexto, em 4 de julho de 1985, o Conselho Europeu aprovou a Diretiva 85/611/CEE, com o objetivo de coordenar as disposições legislativas, regulamentares e administrativas atinentes as Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM). Estes, regulados pela respectiva diretiva, eram bastante abrangentes, para que fosse possível atender as peculiaridades de cada país. (página 51)

A Diretiva 85/611/CEE, indubitavelmente, constituiu um importante passo para criação de um mercado de capitais integrado no âmbito de toda a União Européia, tornando os OICVM europeus mais competitivos. Inclusive, a par disso, criou-se uma nova forma de classificação dos organismos de investimento coletivo, que passaram a ser chamados de “harmonizados” e “não harmonizados”. Enquanto aqueles seguiam as disposições da supramencionada diretiva, estes adotavam estruturas diferentes daquelas previstas na norma comunitária.

¹⁰⁸ *Ibidem*. p. 29.

¹⁰⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op Cit.* p. 51 - 52.

No mesmo diapasão, PAVIA (2016)¹¹⁰ faz considerações interessantes sobre a Diretiva 2009/65, que revogou a Diretiva 85/611/CEE, sobretudo no que tange à definição do conceito de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários:

A denominação adotada pela Diretiva 85/611 em relação aos veículos de investimento coletivo foi Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM). Em 2009, a Diretiva foi revogada e substituída pela Diretiva 2009/65, que define OICVM como organismos:

- a) Cujo objetivo exclusivo é o investimento coletivo dos capitais obtidos junto do público em valores mobiliários ou noutros activos financeiros líquidos referidos no n.º 1 do artigo 50.º e cujo funcionamento seja sujeito ao princípio da repartição de riscos; e
- b) Cujas unidades de participação sejam, a pedido dos seus detentores, readquiridas ou reembolsadas, directa ou indirectamente, a cargo dos activos destes organismos. É equiparado a estas reações ou reembolsos o facto de um OICVM agir de modo a que o valor das suas unidades de participação na bolsa não se afaste sensivelmente do seu valor patrimonial líquido.

Considerada a exposição realizada acima sobre a evolução dos mecanismos de investimento coletivo, bem como de sua definição regulatória, convém analisar esse movimento no Brasil, o que será ainda mais relevante, dadas as características singulares da estrutura adotada nessa pátria.

5.3 DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Conforme visto anteriormente, a estrutura de sociedades de investimento surgiu no século XIX, aceitando divergências com relação ao local de origem, a saber, Bélgica ou Inglaterra, principalmente. Contudo, no ambiente brasileiro, começa-se a ver a primeira regulação apenas em 1945, pela promulgação do Decreto Lei 7583. Dessa forma, cumpre novamente atentar à lição de CARVALHO (2012)¹¹¹:

Nesse diapasão, com o fito de regular as atividades das sociedades que surgiam, a primeira norma que dispôs sobre sociedades de investimento o país foi o Decreto-Lei 7.583, promulgado em 25 de maio de 1945, não passando essas disposições, entretanto de meras referências. Esse decreto-lei previa a criação não só das sociedades

¹¹⁰ PAVIA, Eduardo. *op cit.* p 32.

¹¹¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op. cit.* p. 54.

de investimento, mas também das de crédito e de financiamento, sendo essas três espécies do gênero sociedades financeiras.

Outrossim, importante notar os princípios básicos dessas sociedades de investimento, de modo que nesse instante convém trazer à tela as palavras de PAJISTE (1958)¹¹², que resume da seguinte forma esses:

- a) As companhias de investimento não poderão receber dinheiro em depósito, salvo de seus próprios titulares ou sócios, nem admitir o movimento de contas por meio de cheques;
- b) As sociedades poderão ser constituídas com capital nacional ou estrangeiro;
- c) Ficam as entidades excluídas das prerrogativas e vantagens previstas com referência à Caixa de Mobilização Bancária;
- d) A constituição, alteração de estatutos e o funcionamento estão subordinados à aprovação do ministro da Fazenda e, em particular, à fiscalização da Superintendência da Moeda e do Crédito;
- e) A organização de seções de financiamento ou de crédito por empresas comerciais e industriais é admitida, desde que sua atividade o justifique.

Interessante notar que, até esse momento, o Brasil seguia a tendência mundial, adotando o modelo societário para estruturação desses mecanismos de investimento coletivo. Assim, utilizava-se primordialmente sociedades de investimento, o que, conforme veremos posteriormente, foi suplantado pelo modelo contratual, no qual passou-se a utilizar uma estrutura de condomínio.

Prosseguindo na contextualização histórica da evolução das estruturas de investimento no direito pátrio, cabe fazer referência à Constituição dos Estados Unidos do Brasil promulgada após o fim da ditadura Getulista, a qual passou a estabelecer competência exclusiva da União para a matéria em questão¹¹³.

Nesse sentido, convém trazer à lição novamente a doutrina de CARVALHO (2012)¹¹⁴ que assevera o seguinte:

Com o fim da ditadura de Getúlio Vargas, foi promulgada, em 18 de setembro de 1946, a Constituição dos Estados Unidos do Brasil, sendo que a fiscalização das operações de estabelecimento de crédito, capitalização e de seguro passou a ser de competência da União, bem como a prerrogativa de legislar sobre direito financeiro e sobre

¹¹² PAJISTE, Bernard. *op cit.*

¹¹³ Art 5º - Compete à União(...)IX - fiscalizar as operações de estabelecimentos de crédito, de capitalização e de seguro;

¹¹⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* p. 55 e 56.

instituições de crédito. Portanto, de acordo com a Constituição em vigor, somente mediante projeto de lei, aprovado pelo Congresso Nacional e sancionado pelo Presidente da República, poder-se ia legislar sobre sociedades financeiras.

No entanto, há hiato considerável entre a promulgação da Constituição de 1946 e a primeira norma regulamentando essas sociedades, que só viria a ser realizada pelo Ministério da Fazenda, em 30 de novembro de 1959. Nos valemos da lição de CARVALHO (2012)¹¹⁵:

Apenas em 30 de novembro de 1959, com a edição da Portaria 309 do Ministério da Fazenda, regularam-se essas sociedades (...) A referida portaria, reconhecendo, logo no primeiro item da exposição de motivos, que as sociedades de crédito, financiamento ou investimento possuíam função complementar cada vez mais importante “na dinamização do processo de desenvolvimento econômico do país”, definiu estas sociedades como “instituições financeiras privadas que têm como objetivo básico a realização de financiamento para aquisição de bens, serviços e capital de giro”. Essas sociedades deveriam ser constituídas sob a forma de sociedade anônima e na sua denominação deveria constar a expressão “Crédito, Financiamento e Investimento”, em razão do já citado dispositivo constitucional que estabelecia que a matéria atinente a direito financeiro devesse ser regulada por lei em sentido escrito.

De forma a consolidar entendimento sobre as alternativas de estruturas a serem consideradas para sociedades de investimento nessa época, podemos nos valer da lição de Oscar Barreto Filho¹¹⁶:

No estado atual da nossa legislação, em relação às empresas do tipo fechado, a que correspondem os investment trusts registrados nos Estados Unidos como corporations, e as sociedades francesas, a forma jurídica a ser necessariamente adotada é a de sociedade anônima, autorizada a funcionar como sociedade de investimentos.

Para os organismos do tipo aberto, estabelecido nos moldes do instituto jurídico do trust inglês, a forma melhor adequada é a da sociedade em conta de participação, com a condição, porém, de que o sócio gerente seja, obrigatoriamente, uma sociedade autorizada a funcionar como sociedade de investimentos. O fundo de participação poderá, contratualmente, ser constituído segundo o tipo rígido (unit series) ou da gestão livre (mutual funds)

¹¹⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* p. 57.

¹¹⁶ Oscar Barreto Filho em CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op. cit.* p. 225

Convém ressaltar uma característica interessante da regulação, o fato de normalmente estar atrasada, seguindo a tendência de algo que já acontece na rotina de negócios. Não poderia ser diferente em relação à regulamentação das estruturas de investimento. Nesse caso, a inovação seria o primeiro Fundo de Investimento estruturado sob a forma de condomínio: o CRESCINCO. Cabe novamente referenciar a lição de CARVALHO (2012)¹¹⁷:

De todo modo, considerando que a realidade econômica muitas vezes procede a norma, antes mesmo dessa previsão normativa, já havia fundos em condomínio em funcionamento no país. Em vez de se constituir uma sociedade, simplesmente se instituía um condomínio por escritura pública, com o regulamento analítico que defina o modo de organização e funcionamento.

O mais importante deles foi o Fundo de Investimento Crescincó, instituído por escritura pública de 18 de janeiro de 1957 em São Paulo, sob a forma de condomínio aberto, com capital inicial de trinta e cinco milhões de cruzeiros. O referido fundo operava sob a sigla CRESCINCO e era administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração – IBEC, companhia esta subsidiária da companhia financeira norte-americana International Basic Economy Corporation, sediada em Nova Iorque. Esta companhia pertencia à família Rockefeller e, em sua atuação no Brasil, inclusive com a criação do CRESCINCO, teve como sócio Walther Moreira Salles.

Com o fito de compreender melhor a estrutura e a lógica adotadas pelo CRESCINCO, convém transcrever as palavras de Peter Walter Ashton, diretor do CRESCINCO, em carta datada de 26 de dezembro de 1959:

(...) na Argentina estamos também utilizando a forma jurídica do condomínio, mas no Chile estamos organizando fundos em conta de participação e na Colômbia constituímos o que essencialmente corresponde a um fundo do tipo “common trust” fundamentado em contratos com inversores individuais, por meio dos quais estes indicam a companhia administradora como seu agente para a administração do acervo do fundo. Em cada país tivemos que enfrentar o problema de evitar o capital fixo de uma sociedade anônima ou de uma sociedade limitada a fim de poder organizar um fundo do tipo capital aberto (open-end) e também escapar à imposição de dupla tributação sobre a venda do fundo

¹¹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.*

Com essa mudança paradigmática de modelo de estruturação de veículos de investimento, podemos entender a confusão em relação ao regime tributário aplicável a esse modelo de estruturação de veículos de investimento coletivo. Assim ensina CARVALHO (2012)¹¹⁸.

Diante dessa inovação, fez-se necessário definir qual seria o tratamento tributário aplicável aos investimentos sob a forma de condomínio. Nesse diapasão, a Lei 3.470/58, mais precisamente em seu art. 82, dispõe que os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio, desde que atendidos alguns requisitos, não seriam considerados pessoas jurídicas para fins de tributação de imposto de renda. Denota-se, portanto, que a disposição legal conferiu segurança jurídica e uma evidente vantagem aos fundos constituídos sob a forma de condomínio.

Não obstante o legislador, de imediato, buscasse regular o tratamento tributário aplicável aos investimentos sob a forma de condomínio, não foi tão ágil no tocante à definição dos principais caracteres privados do instituto. Tal regulação somente ocorreu em 14 de julho de 1965, no regime ditatorial, por intermédio da promulgação da Lei 4.728. O art. 49 desta lei dispunha que o funcionamento das sociedades de investimento que administrassem fundos em condomínio dependeria de autorização do Banco Central, assim como este deveria fiscalizá-las. Consoante este artigo, qualquer reforma estatutária e investidura de administradores nas sociedades de investimento também dependeriam da autorização do Banco Central. Já o art. 50 previa algumas obrigações a serem atendidas pelos fundos em condomínio, tais como: necessidade de auditoria independente e assembleia anual dos condôminos. As disposições referentes aos fundos em condomínio, apesar de poucas, eram rígidas.

Novamente fica clara a propensão dos legisladores brasileiros em estimular o investimento no mercado de capitais por meio de isenções fiscais, de modo que, em um contexto de profusão de estímulos econômicos, resolveu estimular o investimento na atividade empresarial por meio da criação do Fundo Fiscal 157. Nesse sentido CARVALHO (2012)¹¹⁹:

Com o intuito de estimular os investimentos e o desenvolvimento da atividade empresarial, o governo passou a conceber incentivos fiscais. Nesse contexto, vale citar o Fundo Fiscal 157, ou simplesmente “Fundo 157”, que foi criado pelo Decreto-Lei 157 de 10 de fevereiro de 1967. De acordo com o mencionado decreto-lei, os contribuintes poderiam utilizar patê do imposto de renda devido, nos termos da

¹¹⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.*

¹¹⁹ *Ibidem.* p. 60 - 61.

respectiva declaração, na aplicação dos fundos administrados por instituições financeiras para adquirir ações ou debêntures conversíveis de sociedades que atendessem os requisitos previstos na mesma norma.

Trazendo um panorama realista da forma de estruturação de sociedades de investimento da época, e das consequências da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 145, importante considerar as lições de PAVIA (2016)¹²⁰:

É de se ressaltar que as sociedades de investimento da época eram constituídas como sociedades de crédito, financiamento e investimento, motivo pelo qual houve grande mobilização para tentar revogar ou contornar a vedação imposta.

Dessa forma, em 14 de abril de 1970, por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional 145. Foi criada a figura do fundo mútuo de investimento, constituído sob a forma de condomínio aberto, cuja administração deveria ser exercida por instituição financeira, por meio de mandato, outorgado pelos condôminos.

Nesse mesmo diapasão, sempre importante trazer as considerações de CARVALHO (2012)¹²¹ sobre esse marco que representou a expedição da Resolução 145 do Conselho Monetário Nacional, com a criação dos Fundos Mútuos de Investimentos:

Nesse sentido, em 14 de abril de 1970, o Banco Central do Brasil expediu a Resolução 145. Esta resolução criou o Fundo Mútuo de Investimento, com uma estrutura condominial semelhante à que se tem atualmente. Esse Fundo Mútuo de Investimento deveria ter seus atos constitutivo inscritos no registro competente e ter inscrição própria no cadastro de contribuintes da Receita Federal, sendo que os proprietários eram os cotistas (condôminos), e não o administrador

Considera-se esse marco da expedição da Resolução 145 como primordial, e desse processo decorre uma maior institucionalização dos fundos mútuos de investimento como entes autônomos, consubstanciando relevante avanço, pois ao segregar os patrimônios do administrador e dos investidores, restaram atendidas as intenções do governo e dos investidores por proporcionar maior segurança e segregação e mitigação dos riscos da atividade.

¹²⁰ PAVIA, Eduardo. *op cit.* p. 38.

¹²¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *op cit.* p. 63.

Contudo, salienta-se por oportuno observar que não necessariamente essa decisão sistêmica foi o mais interessante sobre o ponto de vista de desenvolvimento desse mercado, afinal, os fundos mútuos sob a forma de condomínio geram insegurança sob o ponto de vista do investidor. A não limitação da responsabilidade dos cotistas ao patrimônio investido no fundo de investimento faz com que certas atividades apresentem uma maior dificuldade no desenvolvimento, em especial a de investimentos mais arriscados, como o Venture Capital.

Por fim, cabe referendar um maior desenvolvimento e maturação da indústria de fundos de investimento pós-Plano Real, especialmente visto que a inflação galopante e o câmbio passaram por estabilização, permitindo a ascensão dos investimentos como forma viável de auferir retornos substanciais. O desenvolvimento econômico brasileiro teve como base a formação de um arcabouço, tanto legislativo/regulatório quanto de política econômica/fiscal, que trouxe segurança jurídica para o investidor, refletindo-se diretamente no crescimento da indústria de fundos.

5.4. FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES

Conforme visto anteriormente no presente trabalho, os fundos de investimento sob a forma de condomínio se tornaram o principal veículo para investimentos no Brasil sobretudo pelas vantagens tributárias comparativamente a qualquer outra estrutura.

Dito isso, convém analisar a figura do fundo de investimento mais adequado para investimentos em empresas em estágio inicial, assim, salienta-se por oportuno destacar as principais características do Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (“FMIEE”), sob a égide da Instrução CVM nº 209, de 1994 (“ICVM 209”)¹²² e suas posteriores alterações. Conforme dispunha seu art. 1º

¹²² Entende-se oportuno que o enfoque do presente estudo pautou-se sobretudo nos veículos de investimento voltados para o Venture Capital, de forma que não será focado na Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 (“ICVM 391”), que versa sobre Fundos de Investimentos em Participação. De

Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes”

Conforme compreendido pelo acima disposto, os FMIEE deviam necessariamente ser condomínios fechados e investir apenas em empresas emergentes. De fato, essa característica condiz exatamente com a expectativa do modelo de negócios do *Venture Capital*. Ao dispor que os FMIEE deveriam ser necessariamente condomínios fechados, acertou o regulador de forma que seria incompatível conciliar uma estrutura de condomínio aberto com a necessária visão longo prazista do investimento em *Venture Capital*.

Importa lembrar as lições de GORGULHO (1996)¹²³ que afirma o seguinte sobre a criação dos FMIEE:

A idéia de criação dos Fundos de Empresas Emergentes evoluiu a partir da necessidade, percebida pela CVM e já apontada pela BNDESPAR, de viabilizar a capitalização de pequenas e médias companhias em seu processo de crescimento.

O formato dos Fundos Mútuos de Investimento está em consonância com a recente tendência do mercado brasileiro, onde esta forma de investimento vem se proliferando, podendo se observar, de fato, um processo de amadurecimento e consolidação com a formação de especialistas, criadores de fundos específicos que atendem a determinados nichos mercadológicos e critérios de rentabilidade

Prosseguindo, a definição do que seriam as empresas emergentes, portanto, qual seriam as sociedades empresárias aptas a receber investimentos desses FMIEEs, parte de um arbítrio de limite, tanto para o faturamento líquido da sociedade empresária investida, quanto do grupo de controle dessa investida. Novamente, entende-se por meritório tal limite de forma que a estrutura de FMIEE deveria alcançar seu objetivo, qual seja, estimular os investimentos em sociedades empresárias em estágios iniciais e permitir um maior desenvolvimento econômico pátrio.

fato, a ICVM 391 diz respeito à FIPs bem relevantes para os outros tipos de Private Equity, que não o *Venture Capital*.

¹²³ GORGULHO, Luciane. *op cit.* p. 7.

Assim, faz-se menção ao §1º, que, por óbvio, sofreu diversas alterações para adequar o limite de faturamento líquido anual da sociedade empresária investida à realidade de alteração da dinâmica do valor do dinheiro no tempo. Promoveram alterações ao referido limite diversas Instruções CVM, a saber, Instrução CVM nº253, de 1996 (“ICVM 253”), Instrução CVM nº363, de 2002 (“ICVM 363”), e Instrução CVM nº470, de 2006 (“ICVM 470”).

Ressalta-se que o conceito de grupo econômico também é deveras importante nessa instrução, bem como em todas nas quais o enfoque é o investimento em pequenas empresas. Nesse sentido, o §3º da ICVM 209 versa sobre o limite do patrimônio líquido dos grupos de controle das empresas investidas. Novamente, em uma norma assim, faz sentido que o valor do limite seja sempre atualizado. Dessa forma, novamente as ICVM 253, ICVM 363 e ICVM 470 atualizaram o respectivo limite de patrimônio líquido.

Outro ponto interessante a se notar sobre a regulação dos FMIEE é o fato que desde a ICVM 209, com o surgimento dessa figura, o regulador já se preocupava com quem seriam os investidores desse tipo de veículo. Assim, de forma a conceber que investimento com tamanho risco fosse acessível apenas aqueles que supostamente teriam condições de diligentemente entender todos os pontos do negócio, a CVM impôs limite mínimo para o valor da emissão das cotas (no caso das ICVM 209, 253 e 363) e qualificação (nos termos da Instrução CVM nº554, de 2014), conforme §3º do artigo 3º das citadas instruções.

Em linha com o costume do mercado, conforme visto acima, a regulamentação dos FMIEE corrobora que esses devem ter prazo limitado a 10 (dez) anos, conforme artigo 2º da citada instrução. De fato, havia a pre visão, na redação original da ICVM 209, no sentido de o prazo poder ser prorrogado uma única vez e por 5 (cinco) anos, por deliberação de quórum qualificado da Assembleia Geral convocada para esse fim.

Contudo, tal previsão foi suprimida em 2009, pela ICVM 477, pelo que entende-se uma decisão acertada do regulador, apesar de polêmica. Indubitável que a estratégia de saída seja uma das principais características do investimento em sociedades empresárias em estágio inicial. Assim, forçar o gestor do FMIEE a se

preparar devidamente para esse momento pode ser visto como uma boa previsão, ainda que isso signifique realizar o prejuízo para a carteira do fundo, o liquidando.

Passando às previsões de limites da composição e diversificação da carteira, deve-se citar o artigo 26 da ICVM 209 *in verbis*:

Art. 26. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.

§1o A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

§2o Para atendimento do limite mínimo previsto no "caput" deste artigo, admitir-se-á que as posições diárias em valores mobiliários de empresas emergentes atinjam a 50% (cinquenta por cento) do valor total das aplicações, desde que a média, a cada 180 (cento e oitenta) dias, obedeça ao percentual mínimo de 75% (setenta e cinco por cento) do valor total das aplicações.

§3o O desenquadramento do Fundo aos limites estabelecidos neste artigo e seus parágrafos, por um período corrido de 360 dias implicará obrigatoriamente na distribuição dos valores correspondentes a seus quotistas.

§ 4º É vedado ao fundo realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações sejam realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial¹²⁴

Salienta-se por oportuno destacar os limites para enquadramento dos FMIEE serem possivelmente variáveis, cabendo, conforme §3º, a possibilidade de o limite cair até 50% da carteira em investimentos em valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. Isso faz com que o gestor tenha liberdade de avaliar a oportunidade e conveniência para investimento nas empresas de forma mais criteriosa, sem maiores riscos de desenquadramento.

Outro artigo que merece destaque especial é o artigo 27 que afirma que “os *Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes* deverão,

¹²⁴ O §4º foi inserido pela ICVM 477.

obrigatoriamente, destacar em seus prospectos os riscos inerentes à concentração da carteira resultante de suas aplicações". Assim, preza o regulador pelo esclarecimento total de que a atividade de investimento em empresas em estágio inicial é extremamente arriscada, ainda que o público direcionado seja de investidores qualificados, vale notar a preocupação clara de ressaltar o entendimento sobre esse modelo de negócios a todos os investidores.

Finalmente, passar-se-á à análise da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 ("ICVM 578"), que revogou a ICVM 209, importando em indubitável consolidação de diversas normas que versavam sobre o investimento em *Private Equity*, mas, também, conforme será demonstrado, em consideráveis avanços na dinâmica da estruturação de veículos de investimentos para o investimento em *Venture Capital*.

CAPÍTULO 6 – ALTERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM N.º 578 À DINÂMICA DO INVESTIMENTO EM *VENTURE CAPITAL*.

6.1. CONSIDERAÇÕES ESTRUTURAIS SOBRE A INSTRUÇÃO CVM N.º 578

6.1.1 Consolidação de Normas Esparsas sobre Private Equity

Inicialmente, convém referir que ICVM 578 funciona como um importante consolidador de diversas normas da CVM esparsas que tem por objeto veículos de investimento voltados para *Private Equity*, a saber, Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994 (de FMIEE), a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 (de Fundos de Investimento em Participações), a Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004 (de Fundos de Investimentos em Participações com apoio financeiro de organismos de fomento) e a Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007 (de Fundos de Investimentos em Participações em infraestrutura), incluindo os normativos que os alteraram.

Nas palavras do regulador, o intuito da ICVM 558:

A Minuta tem por objetivo unificar e modernizar as regras aplicáveis aos Fundos de Investimento em Participações (“FIP”) com a consolidação das instruções em vigor que dispõem sobre as modalidades de fundos voltados para a participação em sociedades, abertas ou fechadas, e que possuem como foco o desenvolvimento dos negócios da investida, por meio de participação na sua gestão e visando ao desinvestimento no futuro com apreciação do capital¹²⁵

De fato, a CVM modernizou a regulação dos veículos de investimento voltados especialmente para investimento em empresas fechadas e que buscam exercer influência na investida. Sem perder tempo, o regulador trouxe toda uma normativa que por esparsa gerava confusão para o mesmo âmbito o que se apresenta como deveras meritório.

¹²⁵ Edital de Audiência Pública SDM nº05/2015, página 1

6.1.2 Categorias de Fundos de Investimento em Participações elencadas pela norma

Conforme referido acima, a CVM visou consolidar normativos que versavam sobre um objeto em comum por meio da criação da ICVM 578. Desse modo, fica lógica a segmentação em categorias de FIPs no âmbito desse normativo. Assim, convém explorar as categorias criadas pela ICVM 578 para posteriormente focar nas que prioritariamente seriam os veículos principais para investimento em *Venture Capital*.

A ICVM 578 classifica os FIPs no seu artigo 14 da seguinte forma:

Art. 14. Os FIP devem ser classificados nas seguintes categorias quanto à composição de suas carteiras:

I – Capital Semente;

II – Empresas Emergentes;

III – Infraestrutura (FIP-IE);

IV – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e

V – Multiestratégia.

Parágrafo único. Os fundos destinados à aplicação em empresas cuja atividade principal seja a inovação, nos termos do disposto na Lei nº 10.973, de 2004, devem conter, em sua denominação, a expressão “Inovação”.

O presente estudo concederá enfoque especial aos dois primeiros segmentos, qual seja, Capital Semente e Empresas Emergentes. Há de se notar que o FIP Multiestratégia também pode ser um veículo apto, tendo em vista que, conforme a norma, esse também tem a prerrogativa de investir em empresas em fase inicial. Contudo, o enfoque será pautado do FIP Capital Semente e FIP Empresas Emergentes, por apresentarem amarras que devem ser consideradas na conveniência de estruturar o veículo de investimento em *Venture Capital*. Ademais, as questões referentes ao investimento em sociedades limitadas também devem ser observadas pelo FIP Multiestratégia.

6.1.3 Fundo de Investimento em Participações Capital Semente

Inicialmente, cabe mencionar que o FIP Capital Semente está disposto na Seção I, da ICVM 578, que corresponde ao artigo 15 com seus respectivos parágrafos. Há três pontos a serem destacados na regulação específica do artigo 15, e eles dizem respeito a (i) limitação de tamanho da receita bruta anual da investida e do grupo de sociedades que a controle; (ii) governança corporativa da investida; e (iii) tratativas quanto a transição das investidas entre o estágio de Capital Semente e Empresas Emergentes.

Vale ressaltar e destacar, com relação ao primeiro item, o inciso I do artigo 15, e os §3º e 4º, abaixo transcritos:

Art. 15. As companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP – Capital Semente:

I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais;

(...)

§ 3º As companhias ou sociedades limitadas referidas no caput não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais) no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP.

§ 4º O disposto no § 3º não se aplica quando a sociedade for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis desse FIP não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas, hipótese em que a sociedade investida se sujeitará as regras contidas no § 3º.

Resta claro a escolha do regulador por limitar o âmbito dos descontos regulatórios pertinentes ao FIP Capital Semente a empresas com receitas anuais de até R\$ 16 milhões. No entanto, convém salientar que inicialmente o valor considerado pelo regulador era de R\$ 10 milhões, conforme se depreende da análise do Edital de Audiência Pública SDM 05/2015. No entanto, por argumento da ABVCAP e do BNDES

considerou-se pertinente o aumento do valor para R\$ 16 milhões, em linha com o praticado inclusive pelo FINEP.

Houve debates interessantes na Audiência Pública com relação à limitação de investimentos em empresas cujo grupo controlador exceda os limites trazidos pelo §3º do citado artigo 15 no sentido de que a norma como disposta limitaria o investimento em *spin-offs* ou *corporate ventures* como são conhecidas certas sociedades que englobam negócios inovadores de uma companhia grande. Nesse sentido, o posicionamento da CVM foi no seguinte sentido:

(...) a CVM entende que a vedação é um aprimoramento da vedação existente no art. 1º, § 3º, da Instrução CVM nº 209, de 1994, o qual já veda que a investidafança parte de grupo com patrimônio líquido superior a R\$300 milhões. Assim, desde a criação do FMIEE, fundo voltado para o investimento capital semente e empresas emergentes, há restrição quanto a utilização de recursos para o investimento em *spin-offs* ou *corporate ventures*, pois há o entendimento de que nessas situações a própria corporação patrocinadora é a provedora principal de recursos, não sendo necessário a utilização de recursos dos fundos. Nesse sentido, a sugestão da ABVCAP e de se excluir a vedação não foi considerada pertinente.

Interessante notar a propensão da CVM de estimular o investimento em empresas nas fases iniciais, de forma que, conforme §2º, do artigo 5º da referida instrução, o investimento em sociedades limitadas dever respeitar o limite de receita bruta anual cominado pelo artigo 16 da mesma instrução. Nesse sentido, vale trazer o posicionamento da CVM no Relatório de Auditoria:

A CVM ressalta que a permissão para o investimento do FIP em sociedades limitadas tem como objetivo o desenvolvimento de startups e empreendedores de pequeno porte em diferentes segmentos de negócios, motivo pelo qual, uma vez ultrapassado o limite máximo de receita bruta, a empresa deve adotar dispositivos de governança previstos no art. 8º, o que, necessariamente, enseja que a sociedade limitada se transforme em sociedade anônima aberta ou fechada (pg 12)

Com relação ao outro limite, qual seja, o limite de ativos total do grupo de controle da empresa investida e receita bruta anual, a saber, 80 milhões a 100 milhões, respectivamente, cabe a ressalva que a escolha inicial do regulador não sofreu qualquer alteração.

Convém salientar que os valores de limite parecem em linha com o praticado pelo mercado para investimentos em Venture Capital e ressalta-se, especialmente em relação às questões envolvendo os limites referentes ao grupo de controle da investida, que parece crível o limite tanto por ser uma simples atualização monetária do disposto na ICVM 209, quanto pelo fato de a maioria das empresas que realizam *spinoff* de uma área inovadora, utilizam recursos próprios para financiamento, não devendo ser consideradas para esse caso.

Passa-se ao segundo ponto destacado da regulação específica dos FIPs Capital Semente, a governança corporativa das investidas. No entanto, antes de adentrar ao entendimento adotado pelo regulador de liberar as investidas pelo FIP Capital Semente de adotarem as medidas de governança corporativa, cabe analisar quais seriam essas medidas, para, em seguida, analisar a escolha do regulador sob a luz da conveniência das empresas em estágio inicial adotarem tais medidas e o que isso representaria para os investidores do FIP. Assim, vale mencionar o artigo 8º da ICVM 578:

Art. 8º As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;

III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Resta claro que seria inimaginável consolidar a necessidade das empresas investidas pelo FIP Capital Semente adotarem as práticas do referido artigo 8º, ou seja, empresas em estágio inicial, que muitas vezes sequer tem um modelo de negócios definido, conforme visto no primeiro capítulo do presente trabalho, apresentarem esse nível de governança corporativa. De fato, não é inimaginável que sequer seria do interesse do FIP Capital Semente que as investidas apresentassem essas regras, tendo em vista a necessidade de um dispêndio de tempo considerável por parte dos empreendedores e gestores de Venture Capital para monitoramento dessas questões, enquanto o foco, material e intelectual, apenas deveria ser o de desenvolver e buscar um modelo de negócios rentável e escalável.

Contudo, faz-se interessante notar as regras de transição atinentes ao momento no qual a investida supera o valor limite disposto no inciso I do artigo 15, de modo que, nos termos do §1º do artigo 15, a investida tem um prazo de 2 anos para atender ao disposto nos incisos III, V e VI do artigo 8º, caso a sua receita venha a superar os R\$ 300.000.000,00, e a todo o artigo 8º.

Não parece interessante a escolha regulatória de limitar em um prazo tão curto para a atenção à normas de governança, afinal, essa mudança de foco em estágio inicial pode enterrar qualquer pretensão de sucesso do empreendimento. A inovação é bastante dinâmica e não perdoa àqueles que não se dedicam com total seriedade e disponibilidade. Soma-se a isso o fato de por vezes as empresas apresentarem crescimento exponencial mas que não necessariamente se faz acompanhado de continuidade ou de necessidade de maior complexidade na estrutura, tanto de controles internos quanto de pessoal.

Assim, pode ser a hipótese de exigir algo que não traz uma maior proteção aos investidores, não ajuda no desenvolvimento do empreendimento, e na transitoriedade das inovações, pode ser desnecessariamente custosa.

Por fim, cabe referenciar ao §5º do artigo 15, que salienta que a dispensa de atenção ao inciso VI do artigo 8º, previsto pelo inciso II do caput, não deve ser aplicada ao FIP Capital Semente que não seja entidade de investimento¹²⁶. Entende-se uma

¹²⁶ O conceito de entidade de investimento é abordado especialmente pelo artigo 5º da Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016, que versa sobre a elaboração e divulgação das demonstrações

decisão interessante do regulador, de modo que o desconto regulatório seja devido apenas àqueles fundos que realmente busquem investir e criar valor.

6.1.4 Fundo de Investimento em Participações Empresas Emergentes

A lógica utilizada pelo regulador em termos de delimitação de escopo dos FIPs Empresas Emergentes segue a linha da adotada em relação aos FIPs Capital Semente, contudo abrange empresas que já se encontram em um estágio mais avançado de maturação.

Conforme visto em capítulo anterior nesse presente estudo, o *Venture Capital* comporta especialização de investimentos nas diversas fases iniciais de uma empresa, desde a prototipagem até um estágio mais avançado, no qual o produto inclusive já encontra um mercado mais consolidado, e a empresa estaria “*transpassando o abismo*”.

De fato, o FIP Empresas Emergentes seria bem utilizado especialmente por aqueles gestores e investidores interessados em empresas com uma maior maturidade e que em tese ofereceriam menores riscos de perda dos recursos investidos em comparação às investidas pelo FIP Capital Semente.

Esclarecido esse panorama, a CVM limita o conceito de investida pelo FIP Empresas Emergentes às empresas que tiverem receita bruta anual até R\$ 300.000.000,00, ressalvado o esclarecimento que as empresas não tenham apresentado receita superior nos últimos 3 exercícios sociais.

Convém salientar que as dispensas de atendimento às práticas de governança corporativa elencadas pelo artigo 8º são restritas apenas aos incisos I, II e IV do referido artigo 8º, de modo que resta claro que o regulador eleva o nível de governança requerido para as empresas nesse estágio frente às empresas do FIP Capital

contáveis de FIPs. Apenas com o intuito de esclarecer a lógica utilizada pelo regulador, buscou-se diferenciar os FIPs voltados para investimento dos FIPs exclusivamente utilizados para investimento em um ativo de forma mais tributariamente vantajosa, de modo que o modo como são apuradas as demonstrações e a maneira de prestação de informações varia de um pra outro.

Semente. Essa atitude parece em linha com o consignado de que as empresas já deveriam apresentar certa organização nesse estágio de rendimento.

Ademais, as Empresas Emergentes não podem ser sociedades limitadas, distinguindo-se do FIP Capital Semente também nesse ponto. Em consonância com o modelo de negócios do *Venture Capital* pautado em investimentos *Late Stage*, não encontra problema essa limitação.

Em linha com o exposto acima, cabe trazer à luz as lições do artigo 16, **caput** e §1º:

Art. 16. As companhias investidas pelo FIP – Empresas Emergentes:

I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; e

II – estão dispensadas de seguir as práticas de governança de que trata o art. 8º, incisos I, II e IV.

§ 1º Nos casos em que, após o investimento pelo fundo, a receita bruta anual da companhia investida exceda ao limite referido no inciso I do caput, a investida do fundo deve atender às práticas de governança de que trata o art. 8º no prazo de até 2 (dois) anos, contado a partir da data de encerramento do exercício social em que apresente receita bruta anual superior ao referido limite

Vale considerar que houve argumento defendendo que o limite para as investidas do FIP Empresas Emergentes deveria ser maior do que o disposto, de forma que tal construção foi rebatida no seguinte sentido pelo regulador:

A CVM entende que o patamar definido na referida Lei é distinto daquele pretendido nessa norma, que busca definir um limite abaixo do qual as empresas podem se beneficiar de dispensas para a adoção de determinados requisitos de governança corporativa. A própria Lei estabelece critérios de governança que necessariamente devem ser obedecidos, o que vai no sentido inverso da possibilidade de dispensa que o limite aqui previsto busca autorizar.

Destaca ainda esta Autarquia que o limite de R\$ 300 milhões de receita bruta anual se refere basicamente a atualização monetária dos R\$ 150 milhões de faturamento da investida do FMIEE previsto na Instrução CVM nº 209, de 1994

Por fim, vale menção que as companhias a serem investidas pelo FIP Empresas Emergentes não podem estar sobre controle de um grupo ou sociedade que apresente ativo total superior à R\$ 240.000.000,00 ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00, por força do §3º do artigo 16 da ICVM 578.

Consideradas as características específicas dos FIPs Capital Semente e Empresas Emergentes, cabe trazer à luz certas inovações concebidas pela ICVM 578 e seus impactos prioritariamente no que tange à lógica do *Venture Capital*.

6.2. INOVAÇÕES RELEVANTES TRAZIDAS PELA INSTRUÇÃO CVM N° 558 SOB A LUZ DA LÓGICA DO MODELO DE NEGÓCIOS DO VENTURE CAPITAL

6.2.1 Ativos Objeto de Fundos de Investimento em Participações

Interessante atentar para uma das melhores inovações trazidas pela ICVM 558, qual seja, o aumento no rol de ativos que podem ser investidos pelos FIPs. Nesse contexto, cabe trazer à luz o artigo 5º no que concerne:

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.

(...)

§ 2º O investimento do fundo em sociedades limitadas, nos termos do referido no caput, deve observar o disposto no art. 15, inclusive quanto ao limite de receita bruta anual da investida e as disposições transitórias em caso de extrapolação deste limite.

Insta ressaltar dois ativos que concedem uma maior liberdade para os gestores de FIP montarem sua estratégia, e que foram incluídos pela ICVM 578, quais sejam: (i) debênture simples; e (ii) valores mobiliários de sociedades limitadas. Antes de adentrar ao estudo específico de cada um deles, cabe ressaltar que ambos devem

respeitar o requisito da efetiva influência na efetiva, o que apresenta uma maior construção em relação à debênture simples.

Em tese, a debênture simples, por ser um instrumento de dívida e não de participação, não poderia estar em consonância com o requisito para estar sob o rol de valores mobiliários que podem ser investidos pelo FIP, qual seja, o de promover ao detentor a possibilidade de influenciar no direcionamento da administração. Isso é essencial de se destacar tendo em vista que o *Private Equity* não admite uma postura passiva, devendo ser focado na criação de valor.

Contudo, há de se apreciar que as debêntures simples podem conceder ao seu detentor uma efetiva influência, inclusive pode se considerar como uma hipótese de controle não referenciado em lei. A CVM acerta não fechando os olhos à realidade e promovendo a liberdade do gestor em conceber a melhor estratégia de entrada na investida.

Porém, talvez mais relevante para os gestores de Venture Capital seja a inclusão dos valores mobiliários de sociedades limitadas como possíveis de investimento por FIPs. A importância é reforçada pois esse tipo societário é o mais indicado para empresas em estágio inicial, tanto por fatores financeiros, quanto pela simplicidade e facilidade que apresenta¹²⁷.

Assim, a CVM solidifica um importante passo ao permitir que o FIP Capital Semente e o FIP Multiestratégia, respeitado o limite de enquadramento da investida aos R\$ 16.000.000,00, invistam nesses ativos, totalmente em linha com a realidade das empresas em estágio inicial.

¹²⁷ “A sociedade limitada costuma ser uma ótima opção para empreendedores porque é uma estrutura que consegue acolher investimentos iniciais (de aceleradoras e anjos, por exemplo), é constituída através de um procedimento simples e não traz grandes complicações” TOZZINI FREIRE e ACE. *Como Estruturar Juridicamente sua Startup*. 2016. p. 9. Disponível em <<https://conteudo.startse.com.br/mercado/lucas-bicudo/ace-tozzinifreire-guia-juridico-startups/>>.

6.2.2 Requisito da Efetiva Influência na Investida

Conforme foi analisado anteriormente, o Private Equity e mais especialmente o Venture Capital, são umbilicalmente atados à criação de valor, e não à descoberta de valor como outros modelos de investimento. Dessa forma, a CVM sempre buscou atrelar a necessidade de o gestor de FIP garantir a influência nas investidas por algum método, comumente realizado de forma contratual.

Nesse diapasão, a ICVM 578 elenca em seu artigo 6º essa necessidade de garantia de influência:

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

– 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.

Contudo, faz-se interessante notar que a CVM conciliou que os requisitos de efetiva influência não precisam estar sempre presentes, em um claro e oportuno Parágrafo Único a esse artigo 6º e no artigo 7º:

Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando:

I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou

II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado.

Art. 7º O requisito de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas de que trata o art. 5º não se aplica ao investimento em companhias investidas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão

organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei, desde que corresponda a até 35% (trinta e cinco por cento) do capital subscrito do fundo

Imperou o bom senso nesses dispositivos, de forma que se compreende como meritória a iniciativa do regulador de permitir que em certos casos o gestor de FIP não venha a consumir recursos escassos em projetos que não necessitem. Tal desconto regulatório apresenta-se ainda mais importante nos casos de Venture Capital, nos quais a taxa de falha costuma ser deveras grande, de forma que o gestor fica apto a não impor mais custos desnecessários aos cotistas garantindo a efetiva influência.

6.2.3 Obrigações do Gestor de Fundos de Investimentos em Participações

A ICVM 578 importou aumento das obrigações cabíveis ao gestor, sob o argumento desse ser quem na realidade se aproxima mais da realidade dos investimentos, em contraposição ao administrador, de forma que a CVM pautou o aumento das responsabilidades do gestor incluindo capítulo específico para essa finalidade. Convém trazer o inteiro teor do artigo 40 da ICVM 578:

Art. 40. Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:

I – elaborar, em conjunto com o administrador, relatório de que trata o art. 39, inciso IV;

II – fornecer aos cotistas que assim requererem, estudos e análises de investimento para fundamentar as decisões a serem tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;

III – fornecer aos cotistas, conforme conteúdo e periodicidade previstos no regulamento, atualizações periódicas dos estudos e análises que permitam o acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;

IV – custear as despesas de propaganda do fundo;

V – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo;

VI – transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de gestor do fundo;

VII – firmar, em nome do fundo, os acordos de acionistas das sociedades de que o fundo participe;

VIII – manter a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida, nos termos do disposto no art. 6º, e assegurar as práticas de governança referidas no art. 8º;

IX – cumprir as deliberações da assembleia geral no tocante as atividades de gestão;

X – cumprir e fazer cumprir todas as disposições do regulamento do fundo aplicáveis às atividades de gestão da carteira;

XI – contratar, em nome do fundo, bem como coordenar, os serviços de assessoria e consultoria correlatos aos investimentos ou desinvestimentos do fundo nos ativos previstos no art. 5º; e

XII – fornecer ao administrador todas as informações e documentos necessários para que este possa cumprir suas obrigações, incluindo, dentre outros:

a) as informações necessárias para que o administrador determine se o fundo se enquadra ou não como entidade de investimento, nos termos da regulamentação contábil específica;

b) as demonstrações contábeis auditadas das sociedades investidas previstas no art. 8º, VI, quando aplicável; e

c) o laudo de avaliação do valor justo das sociedades investidas, quando aplicável nos termos da regulamentação contábil específica, bem como todos os documentos necessários para que o administrador possa validá-lo e formar suas conclusões acerca das premissas utilizadas pelo gestor para o cálculo do valor justo.

Parágrafo único. Sempre que forem requeridas informações na forma prevista nos incisos II e III do caput, o gestor, em conjunto com o administrador, pode submeter a questão à prévia apreciação da assembleia geral de cotistas, tendo em conta os interesses do fundo e dos demais cotistas, e eventuais conflitos de interesses em relação a conhecimentos técnicos e às empresas nas quais o fundo tenha investido, ficando, nesta hipótese, impedidos de votar os cotistas que requereram a informação.

Na visão do regulador, o gestor deveria ocupar um papel de maior relevância ao lado do administrador tanto na prestação de informações aos cotistas, quanto na garantia da efetiva influência na investida. Ademais, a ICVM 578 trouxe uma barreira

deveras consistente no que tange às práticas contábeis dos fundos, de forma que o gestor assume papel importantíssimo na qualidade das informações prestadas, inclusive no que se refere ao relatório (inciso I), aos estudos (inciso II), às etapas e avanços dos investimentos (inciso III) e às informações para elaboração das demonstrações financeiras cabíveis (inciso XII).

Por fim, convém citar que essas informações contábeis são encaradas com bastante entusiasmo como estratégia regulatória pela CVM, conforme se depreende do Relatório Anual de 2016¹²⁸ desse regulador:

Importante frisar ainda que a edição das novas normas operacional e contábil aplicáveis aos FIPs permitirá maior transparência nas operações desses fundos, ao estabelecer controles específicos sobre alterações materiais no valor justo dos investimentos dos FIPs, ponto central das irregularidades apontadas na Operação *Greenfield*. Já as normas contábeis estabelecerão um padrão único de avaliação dos ativos, conforme a regra de negócio dos fundos e natureza da entidade (para investimento ou com objetivo diverso) (página 54)

Por fim, convém esclarecer que a ICVM 578 informa ser dever do gestor de garantir a efetiva influência e a obediência aos princípios de governança corporativa, nos termos do inciso VIII, do artigo 40 acima referido. Tal assertiva vem de encontro com os esforços da CVM de evitar um desvirtuamento do modelo de negócios do Private Equity e do Venture Capital, assim, o gestor deve estar atento e conciliar postura ativa, em contraponto ao observado no mercado, inclusive sob o âmbito do Comitê de Cotistas que sobressaía às decisões de investimento do gestor.

O gestor, em tese, foi escolhido pelos investidores por apresentar um conhecimento técnico superior para aquele tipo de investimento. No Venture Capital compreende-se como um fato ainda mais notório, sendo apontado como uma barreira de entrada interessante para o modelo de negócios. Nada mais natural de que esse tenha a responsabilidade e obrigação última sobre os investimentos, garantindo a influência e a atenção às boas práticas de governança corporativa.

¹²⁸ Relatório Anual CVM referente à 2016. Disponível em www.cvm.gov.br.

6.3. CRÍTICAS A DISCIPLINA DE RESPONSABILIDADE DOS INVESTIDORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Notadamente, perdeu-se uma bela oportunidade de fortificar o investimento em *Venture Capital*. Explica-se. Conforme se buscou consolidar ao longo de todo o trabalho, o investimento nesse modelo de negócios é algo intrinsecamente arriscado, tendo em vista principalmente a fase do investimento e o objeto, que costuma ser a inovação, que apresenta uma taxa de falha bastante considerável e encarada como aceitável e natural pelos investidores.

Soma-se a isso o fato de a responsabilidade dos cotistas dos fundos de investimento no Brasil, conforme melhor detalhado em capítulo anterior do presente trabalho, não ter limitação. Assim, o patrimônio dos investidores cotistas do FIP pode ser afetado diretamente e com um fator de risco adicional não desconsiderável.

Isso *per se* seria mitigado, afinal, os investimentos pelo FIP só são permitidos em títulos de participação e/ou dívida de empresas com limitação de responsabilidade, ou seja, a limitação de responsabilidade que não tem na estrutura condominial do fundo, seria garantida por meio da obrigação do fundo de investir apenas em sociedades com responsabilização limitada.

Contudo, deve-se ter em mente a natureza das decisões do judiciário brasileiro, por vezes pouco técnicas no que se refere à limitação de responsabilidade dos sócios. Esse fenômeno de desconsideração da personalidade jurídica costuma ser mais constante sob o âmbito da justiça do trabalho, em relações consumeristas, ambientais ou em matérias de direito tributário.

Nesse sentido, PERAÇOLI (2016)¹²⁹:

Como se vê, há uma série de riscos que gestores e investidores devem considerar ao estruturar e investir em *private equity*. A exposição do patrimônio do fundo, de seus cotistas e dos administradores das sociedades investidas em situações extremas que justificam a desconsideração da personalidade jurídica (i.e. quando há abuso da

¹²⁹ PERAÇOLI, Fernando de Azevedo. *Riscos para a indústria de Private Equity*. 2016. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/coluna-do-levy-salomao/coluna-levy-salomao-riscos-para-industria-de-private-equity-31032016>>. Acesso em: 01 jun. 2017.

personalidade jurídica) parece até certa medida razoável. Porém, a legislação e a jurisprudência vão além em muitas situações.

Em alguns casos, como nas áreas trabalhista, consumerista e ambiental, a atenção deve ser redobrada. A legislação e a jurisprudência vão ao extremo e, na prática, desconsideram por completo a existência da personalidade jurídica das sociedades investidas, ficando os fundos de investimento, seus cotistas e os administradores das sociedades investidas diretamente sujeitos a responsabilização.

Inegavelmente o modelo de negócios do *Venture Capital* pode apresentar um fator de risco a mais, afinal, as empresas em fase inicial muitas vezes não apresentam estrutura de controles internos consistente o suficiente, inclusive apresentando muitas vezes defeitos na atenção à densa regulação do sistema brasileiro. Nesse instante merece ainda mais consideração o trabalho de auditoria direcionado pelo gestor de *Venture Capital* antes de aportar capital na investida.

Ademais, outro ponto de vista que merece destaque e adiciona ainda mais relevância à discussão é o aumento do escopo das sociedades que podem ser investidas, sendo permitida a partir da ICVM 578 o investimento em sociedades limitadas pelo FIP Capital Semente e pelo FIP Multiestratégia, e não apenas em companhias. Claramente essa decisão foi acertada sobre o prisma de análise do negócio, afinal, sabidamente a estrutura adotada pelas pequenas empresas no Brasil é a sociedade limitada, por serem mais simples e de menor custo.

Porém, há que se ter atenção para as diferenças que isso impõem, com vista de que as companhias são sociedades de capital enquanto as sociedades limitadas são sociedades de pessoas. A consequência lógica seria a de que a limitação à responsabilização dos investidores do FIP seria bem interessante em consonância com o aumento do âmbito das possíveis investidas.

Ademais, a estrutura comumente utilizada nos EUA, sabidamente o maior mercado do mundo de investimentos em *Venture Capital* é uma limitação à responsabilidade mista, ou seja, os investidores apresentam limitação da responsabilidade ao total investido e sua quota-parte do fundo de investimento e, seu similar no sistema brasileiro seriam os cotistas do FIP. Por outro lado, não há na figura do gestor tal limitação, e essa figura seria similar ao Gestor de *Venture Capital* no

Brasil. A estrutura adotada sofreu evolução, mas sua lógica foi construída há mais de 50 anos, conforme visto no Capítulo 3 desse trabalho, sendo ainda atual.

Talvez tal configuração venha a encarecer os custos dos investidores, o gestor cobraria uma taxa adicional por ser o único com responsabilidade ilimitada, mas indubitavelmente o ganho dos investidores em saber que seu patrimônio não seria afetado caso houvesse qualquer fato inesperado ou decisão equivocada da justiça brasileira desconsiderando a personalidade jurídica da empresa investida pelo fundo, provavelmente superaria eventual incremento nos custos.

Nesse diapasão, a segurança jurídica sendo privilegiada, diversos investidores que pudessem refutar esse modelo de negócios como cabível em uma carteira de investimentos diversificada, poderiam começar a considerar uma decisão possível e lógica.

Convém ressaltar que há no sistema brasileiro soluções societárias¹³⁰ que aproximariam o investimento nesse modelo de negócios das práticas consistentes e constituídas desde a década de 1960 nos EUA. No entanto, o tratamento tributário seria um desincentivo, descartando-se, *a priori*, a escolha por tais estruturas jurídicas.

Sabido que não seria a CVM a participante a promover tal mudança, conforme inclusive foi ressaltado pelo regulador em resposta à demanda da PREVI em Relatório de Audiência Pública SDM 05/2015, mas sim, deveria ser uma iniciativa legislativa, talvez nos moldes da regulação de Fundos de Investimento Imobiliários, que apresentam, por lei, limitação da responsabilidade e patrimônio segregado.

Apenas com o intuito de consolidar os moldes do que poderia ser considerado para os FIPs, convém fazer menção ao artigo 7º da Lei nº 8.668, de 1993, que versa sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários:

Art. 7º Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

¹³⁰ A Sociedade em Conta de Participação talvez seja o tipo societário que mais se encaixe e assemelhe à Limited Partnership.

I - não integrem o ativo da administradora;

II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;

III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;

V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;

VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

Não há muita lógica em não se estender tal configuração aos investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital*. Nesse diapasão, talvez essa seja uma demanda essencial para uma mitigação do risco dos investidores que, além de riscos do negócio, ainda comunicam com riscos imensuráveis, quais sejam, decisões que desconsiderem a personalidade jurídica da empresa investida, de modo que o seu patrimônio possa ser afetado.

Assim, considera relevante tal mudança na responsabilização dos cotistas de FIPs, de forma que o regulador poderia estar em uma situação mais conveniente para flexibilizar as práticas mínimas a serem observadas pelas empresas investidas, gestores de *Venture Capital* e pelos próprios investidores. Flexibilização essa que seria essencial para um modelo de negócios pautado no investimento em inovação.

CAPÍTULO 7 – CONCLUSÃO.

Com base em todo exposto, conclui-se que as alterações provenientes da mudança na regulação dos fundos de investimento comumente utilizados no Brasil para o investimento em *Venture Capital* permitirão certa evolução na forma como são estruturados tais investimentos. Tem-se como exemplo desse fato, a norma não impor certas prerrogativas de governança corporativa e conceder aos fundos de investimento a permissão a investir em valores mobiliários de sociedades limitada.

A mobilidade e a liberdade são essenciais tendo em vista o objeto de investimento dos fundos de investimento de *Venture Capital*, qual seja a inovação, o que, conforme visto nos capítulos iniciais do presente trabalho costuma ser volátil e não consistente. Tais características fazem com que o modelo de negócios do *Venture Capital* apresente um risco adicional e necessite de veículos de investimento que apresentem flexibilidade.

Parece que o foco regulatório foi exatamente esse, de modo que se mostra meritória tal iniciativa. Outro ponto que merece destaque é o aumento das atribuições do gestor, inclusive com criação de capítulo próprio para essa figura, referente às suas obrigações. Referida medida torna um ponto central do *Venture Capital* mais forte no Brasil: a figura central do gestor. Antes havia um processo pelo qual os cotistas exerciam bastante ingerência no processo decisório, por meio de um Comitê.

Por fim, vale referendar que os avanços do regulador indubitavelmente poderiam ser mais convincentes para uma flexibilização das regras dos fundos de investimento importantes para o *Venture Capital*, caso o legislador pátrio viesse a limitar a responsabilidade dos cotistas desses fundos.

No entanto, não sendo essa a realidade ainda, e tendo por norte uma maior proteção desses cotistas que já tem seus investimentos eivados de um risco considerável pelo modelo de negócios que investem, são meritórios os avanços compreendidos pela ICVM 578 para a estruturação de veículos de investimento em *Venture Capital*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. *Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. Março de 2015. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>. Acessado em 25 de outubro de 2016.

ABVCAP. *Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2016. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf>. Acessado em 25 de outubro de 2016.

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). *A indústria de Private Equity e Venture Capital, 2º Censo Brasileiro*. Março de 2011. Disponível em www.abdi.com.br.

AMABILE, Teresa M. *Creativity and Innovation in Organizations*. Harvard Business School Background Note 396-239, January 1996

ANTE, Spencer E. *Creative Capital: George Doriot and the Birth of Venture Capital*. Boston: Harvard Business School Publishing. 2008.

BLANK, Steve. *The Secret History of Silicon Valley (2008)*. 1h02m46s.

_____. *The Four Steps to the Epiphany: Successful Strategies for Products that Win*. Amazon. 2016

BYGRAVE, William D. e TIMMONS, Jeffry A. *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School. 1992.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. *Abertura do capital de empresas no Brasil, um enfoque prático*. 4ª ed., São Paulo: Atlas, 2010, pp. 454/100.

CHEMLA, Gilles, *The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital: Evidence from American and Canadian Pension Funds* (November 8, 2005). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=556421>.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de direito comercial: direito de empresa*. 20a ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

COYLE, John F. and GREEN, Joseph M., *Contractual Innovation in Venture Capital* (March 28, 2014). *Hastings Law Journal*, Vol. 66, p. 133, 2014; UNC Legal Studies Research Paper No. 2417431. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2417431>.

CUMMING, Douglas J., *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. AFA 2003 Washington, DC Meetings; *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, Issue 5, pp. 1947-1982, 2008. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302695>.

CRINGELY, Robert X. (Mark Stephens). *Accidental Empires: How the Boys of Silicon Valley Make Their Millions, Battle Foreign Competition, and Still Can't Get a Date*. Addison-Wesley Publishing. 1993

DAMODARAN, Aswath. *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. New York, 2009.

EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3a ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001.

GELLER, Daniel. *Something Ventured: Risk, Reward and the Original Venture Capitalists (2011)*, 1h24m53s.

GLADSTONE, David. *Venture Capital Handbook: an entrepreneurs guide to obtaining capital to start a business buy a business or expand and existing business*. New and Revised. 1988

GILSON, Ronald J. and SCHIZER, David M., *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock* (February, 2002). Columbia Law and Economics Working Paper No. 199; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 230. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=301225>.

GOMPERS, Paul; GORNALL, Will; KAPLAN, Steven N.; STREBULAIEV, Ilya. *How do Venture Capitalists Make Decisions*. August 2016.

GORGULHO, L. *O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica: O Caso do CONTEC/BNDES*, Dissertação de Mestrado em Economia, UFRJ, 1996, Rio de Janeiro.

GULINELLO, Christopher John, *Venture Capital Funds, Organizational Law, and Passive Investors*. Albany Law Review, Vol. 70, p. 267, 2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=888733>.

GRANT, Adam. *Originals: How Non-Conformists Move the World*. New York: Penguin Books. 2016.

HAROUN, Cris. *An Entire MBA in 1 Course*. Udemty. 2017.

HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*. Disponível em: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/13/4/959.short>.

INOCIMA, Fábio Massao. *Governança, alavancagem e ciclicidade: a eficiência do modelo brasileiro de Private Equity*, Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2010.

KAPLAN, Steven N. and STRÖMBERG, Per, *Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts* (March 2000). CRSP Working Paper No. 513. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=218175>.

KIM, W. Chan e MAUBORGNE, Renée. *A Estratégia do Oceano Azul: como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante: edição estendida*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. pg. 8.

LERNER, Josh, *Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation* (2002). Harvard NOM Working Paper No. 03-13. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=366041>.

_____, Josh. *Venture capitalists and the oversight of private firms*. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05175.x/full>.

LERNER, Josh; GOMPERS, Paul. *The Venture Capital Cycle*. 2002. Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=yEAcswbX1fEC&oi=fnd&pg=PR7&dq=the+history+of+venture+capitalists&ots=ueySTC8Dv8&sig=eHP6wne5brEFJ24tKmBrTA_Hhvw#v=onepage&q=the%20history%20of%20venture%20capitalists&f=false)

[BR&lr=&id=yEAcswbX1fEC&oi=fnd&pg=PR7&dq=the+history+of+venture+capitalists&ots=ueySTC8Dv8&sig=eHP6wne5brEFJ24tKmBrTA_Hhvw#v=onepage&q=the%20history%20of%20venture%20capitalists&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=yEAcswbX1fEC&oi=fnd&pg=PR7&dq=the+history+of+venture+capitalists&ots=ueySTC8Dv8&sig=eHP6wne5brEFJ24tKmBrTA_Hhvw#v=onepage&q=the%20history%20of%20venture%20capitalists&f=false).

LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; Leamon, Ann. *Venture Capital & Private Equity: A Casebook (5th Edition)*. New York: John Wiley & Sons, 2012. Disponível em: <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=35877>.

LEVIN, Jack S. *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*. Wolters Kluwer Law & Business. 2005. § 106.

LITVAK, Kate, *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements* (June 1, 2004). U of Texas Law and Economics Research Paper No. 29; Columbia Law and Economics Working Paper No. 254. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=555626>.

LIVINGSTON, Jessica. *Founders at Work: Stories of Startups' early days*. New York: Apress. 2008

LOBO, Carlos Alexandre e POTENZA, Guilherme Peres. *Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas*. Em: *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. Coord. Sérgio Botrel e Henrique Barbosa. São Paulo: Atlas. 2016.

MAURYA, Ash. *Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan that Works*. O'Reilly. 2012

METRICK, Andrew e YASUDA, Ayako. *Venture Capital & The Finance of Innovation: Second Edition*. New York: John Wiley & Sons. 2011.

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; KANITZ, Ricardo Vinicius; BASSANI, Rafael Honorio, *Brazilian Private Equity and Venture Capital Funds Performance from 1990 until 2013* (May 5, 2014). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2433129>.

MOORE, Geoffrey A. *Crossing the Chasm: Marketing and Selling High-Tech Products to Mainstream Customers*. New York: HarperCollins Publishers. 2006

McGRATH, Rita. *Old habits die hard, but they do die*. Harvard Business Review. Janeiro-Feveireiro 2017. Disponível em: <https://hbr.org/2017/01/customer-loyalty-is-overrated#two>

NESS, Walter Lee; LAMEIRA, Valdir de Jesus, *Venture Capital in Brazil: Early Experience of Emerging Company Investment Funds* (May 3, 2012). International Journal of Entrepreneurship and Inovation Management IJEIM, v. 6, n. 4/5, pp. 341-355, 2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2050369>.

OFFA, Luis Felipe West, *Contratos financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de “private equity” e “venture capital”: teoria e realidade no caso brasileiro*, dissertação de mestrado apresentada Escola de Administração de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2005, pp. 38-61.

ORRELL, David e VAN LOON, Borin. *Entendendo Economia: De Pitágoras aos principais economistas contemporâneos*. São Paulo: LeYa. 2015.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edices Financeiras S.A. 1958. Pg 169.

PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento*. Quartier Latin. São Paulo, 2016.

RIES, Eric. *A Startup Enxuta: Como os Empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas*. Crown Publishing Group. 2011.

SAHLMAN, William A. *The structure and governance of venture-capital organizations*. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900658>.

SCHOAR, Antoinette and LERNER, Josh, *The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity* (August 2002). Harvard NOM Working Paper No. 02-24; MIT Sloan Working Paper No. 4378-02; HBS Finance Working Paper No. 03-038. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=322420>.

SCHUMPETER, Joseph Alois. *Capitalism, Socialism and Democracy*. 1942.

_____. *The theory of economic development: na inquiry into profits, capital, credit, interest and the Business Cycle*. Transactions Publishers. 1934

SMITH, Steve. *Venture Capital in the Valley: Past, Present & Future* (2011) 1h24m59s.

TRIANANTIS, George G., *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*. University of Chicago Law Review, Vol. 68, Winter 2001. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=258392>

THIEL, Peter. *De Zero a Um – o que apreender sobre empreendedorismo com o vale do silício*. Rio de Janeiro: Objetiva. 2014. pg. 39.

USHER, A.P. *Technical change and capital formation*. In: Capital formation and economic growth. National Bureau of Economic Research, 1955, pp. 523-550.

RUTTAN, V. *Usher and Schumpeter on invention, innovation and technological change*. Quarterly Journal of Economics, nov. 1959, pp. 596-606.

WASSERSTEIN, Bruce. *Big Deal: 2000 and Beyond*. New York: Warner Books. 2001

WEIDIG, Tom and MEYER, Thomas, *Modelling Venture Capital Funds*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=459542>.