

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM PROPRIEDADE INTELECTUAL E
TRANSFERÊNCIA DE TECNOLOGIA PARA INOVAÇÃO

MARY PILLY DURÁN CANEDO GOMES

**INSTRUMENTOS CONTRATUAIS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO *VENTURE*
CAPITAL ENTRE GESTORA E INVESTIDA**

Maringá
2019

MARY PILLY DURÁN CANEDO GOMES

INSTRUMENTOS CONTRATUAIS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO *VENTURE CAPITAL* ENTRE GESTORA E INVESTIDA

Dissertação do curso de mestrado apresentado como requisito para obtenção do título de Mestre em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para Inovação do Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para Inovação (PROFNIT) – ponto focal Universidade Estadual de Maringá.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Farid Pereira

Maringá
2019

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

G633i

Gomes, Mary Pilly Durán Canedo

Instrumentos contratuais no processo de investimento *venture capital* entre gestora e investida / Mary Pilly Durán Canedo Gomes. -- Maringá, PR, 2019.
84 f.: il., figs., tabs.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Farid Pereira.

Dissertação (Mestrado Profissional) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Administração, Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para a Inovação (PROFNIT), 2019.

1. Fundos de *venture capital* - Contratos. 2. Indústria - Inovação. 3. Capital de risco. 4. . I. Pereira, Marcelo Farid, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Administração. Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para a Inovação (PROFNIT). III. Título.

CDD 23.ed. 658

MARY PILLY DURÁN CANEDO GOMES

INSTRUMENTOS CONTRATUAIS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO *VENTURE CAPITAL* ENTRE GESTORA E INVESTIDA

Dissertação do curso de mestrado apresentado como requisito para obtenção do título de Mestre em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para Inovação do Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Transferência de Tecnologia para Inovação (PROFNIT) – ponto focal Universidade Estadual de Maringá.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcelo Farid Pereira (Orientador)
Universidade Estadual de Maringá

Prof. Dr. João Paulo Marin (Componente da Banca)
Universidade Estadual de Maringá

Prof. Dr. Robson Luis Mori (Componente da Banca)
Universidade Estadual de Maringá

Aos meus pais,
exemplos de retidão, caráter e amor genuíno.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Professor Marcelo Farid Pereira, pela orientação, disposição e provocações precisas na elaboração do presente trabalho.

Aos Professores João Paulo Marin e Robson Luis Mori, pelas valorosas contribuições ao enriquecimento intelectual desta dissertação no Exame de Qualificação.

Aos Professores Rejani Sartori, Silvio Claudio da Costa, João Paulo Marin, Wilker Caetano, José Roberto Dias Pereira e Willian Antônio Borges, cujas proposições, questionamentos e dúvidas tornaram esta jornada mais desafiadora e prazerosa.

Aos colegas de curso, Angelo José Marcolino Junior, Edione Magalhães Motta, Fernanda Paula Manosso, Márcio Roberto Lima Motta, Michael Douglas Camilo, Onivaldo Flores Junior, Patrícia de Carvalho Kimura, Pedro Fonseca Camargo, Renan Montrezol Rejani, Vitor Hugo Zanol Queiroga e Weliton Monteiro Perdomo, pelo companheirismo, ótima convivência e entusiasmados debates ao longo dos últimos dois anos.

À Lygia de Souza Moraes, secretária do CSA/UEM, pela dedicação e eficiência em sempre auxiliar os acadêmicos em suas mais diversas necessidades.

À grande amiga Bruna Rabelo Tomeix, não somente pelas trocas, conversas e conselhos mútuos, mas, sobretudo, pelo incentivo decisivo que me trouxe até o mestrado.

Aos meus pais, Neuzil e Esther, pelos sonhos alimentados e compartilhados em todos os momentos de minha vida, os mais sinceros agradecimentos.

RESUMO

A inovação tornou-se parte do arsenal de política macroeconômica após a Segunda Guerra Mundial na equação do desenvolvimento econômico e competitividade sustentável de países e organizações, sobretudo, no que se refere aos mercados e setores intensivos em tecnologia. No ecossistema de uma indústria inovadora, taxas elevadas de investimento são fundamentais para que o crescimento econômico seja robusto, contínuo e de porte no longo prazo. No entanto, o financiamento à inovação em contraste com a lógica de recursos de instituições financeiras no Brasil, especialmente, para pequenas e médias empresas de orientação tecnológica, constitui um fato empírico evidente quanto a acessibilidade aos instrumentos tradicionais de crédito. A experiência internacional demonstra que a indústria do capital de risco do tipo *private equity* ou *venture capital* se apresenta como alternativa adequada na alavancagem de recursos para novos projetos ou de aporte para expansão de empreendimentos já existentes em prazo e risco aceitável. Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo apresentar a estrutura contratual, os acordos e as principais cláusulas utilizadas nas operações de financiamento entre fundos de investimento *venture capital* e empresas investidas no cenário brasileiro. Considerando a temática proposta, a abordagem metodológica utilizar-se-á do método dedutivo, qualitativo e descritivo, através da revisão da literatura e do ordenamento jurídico sobre o tema. Verificou-se, à vista do exposto, que os pactos e as cláusulas contratuais presentes nas operações de investimento em capital de risco no Brasil, bem como os efeitos práticos de sua aplicação ainda é escassa, mas imprescindível, pois quando os instrumentos jurídicos maximizam eficiência e segurança jurídica nestas relações negociais, novos atores disponibilizam-se a participar no estabelecimento de futuras parcerias, criando-se um círculo virtuoso da inovação que impacta não apenas no fortalecimento e progresso desta indústria, mas, acima de tudo, no desenvolvimento econômico sustentável de nosso país.

Palavras-chave: Inovação. Capital de risco. Fundos *venture capital*. Instrumentos contratuais.

ABSTRACT

Innovation became part of the arsenal of macroeconomic policy after the Second World War in the equation of economic development and sustainable competitiveness of countries and organizations, especially with regard to technology-intensive markets and sectors. In the ecosystem of an innovative industry, high investment rates are essential for economic growth to be robust, continuous and large in the long run. However, financing innovation in contrast to the logic of resources of financial institutions in Brazil, especially for small and medium-sized technology-oriented companies, is an evident empirical fact regarding the accessibility to traditional credit instruments. International experience shows that the private equity or venture capital industry is a suitable alternative for leveraging resources for new projects or for contributing to the expansion of existing projects within an acceptable period and risk. In this context, the present work aims to present the contractual structure, the agreements and the main clauses used in the financing operations between venture capital investment funds and companies invested in the Brazilian scenario. Considering the proposed theme, the methodological approach will use the deductive, qualitative and descriptive method, through a review of the literature and the legal system on the subject. In view of the above, it was found that the pacts and contractual clauses present in venture capital investment operations in Brazil, as well as the practical effects of their application, are still scarce, but essential, because when legal instruments maximize efficiency and legal security in these business relationships, new actors are willing to participate in the establishment of future partnerships, creating a virtuous circle of innovation that impacts not only on the strengthening and progress of this industry, but, above all, on the sustainable economic development of our country.

Keywords: Innovation. Venture capital. Fund of venture capital. Contracts.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 – Estágios e categorias de financiamento para empreendimentos inovadores..... | 30 |
| Figura 2 - Modalidades e estágios de investimento VC/PE. | 39 |
| Figura 3 - Esquema simplificado de um veículo de investimento VC/PE. | 41 |
| Figura 4 - Ecossistema de atores VC/PE. | 43 |
| Figura 5 - Ciclo do investimento VC/PE..... | 44 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|----|
| Quadro 1 - Cronologia legislativa norte-americana em VC/PE..... | 32 |
| Quadro 2 - Classificação ABDI para estágios e modalidades de investimento VC..... | 40 |
| Quadro 3 - Categorias dos FIPs..... | 52 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|--------|--|
| ADTEN | Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional |
| ABCR | Associação Brasileira de Capital de Risco |
| ABDI | Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial |
| ABVCAP | Associação Brasileira de <i>Venture Capital e Private Equity</i> |
| ARD | <i>American Research and Development Corporation</i> |
| BACEN | Banco Central do Brasil |
| BID | Banco Interamericano de Desenvolvimento |
| BRICS | Brasil, Rússia, China e África do Sul |
| CAPES | Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior |
| CGEE | Centro de Gestão e Estudos Estratégicos |
| CNPJ | Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica |
| CT&I | Ciência, Tecnologia e Inovação |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| FIEE | Fundos de Investimento em Empresas Emergentes |
| FINEP | Financiadora de Estudos e Projetos |
| FIP | Fundo de Investimento em Participação |
| FGV | Fundação Getúlio Vargas |
| IBGE | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística |
| IPO | <i>Initial Public Offering</i> |
| LAVCA | <i>The Association for Private Capital Investment in Latin America</i> |
| MCTIC | Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações |
| MIT | Instituto de Tecnologia de Massachusetts |
| NDA | <i>Non-disclosure Agreement</i> |
| OCDE | Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico |
| OMPI | Organização Mundial da Propriedade Intelectual |
| PINTEC | Pesquisa Industrial de Inovação Tecnológica |
| PDP | Parcerias para o Desenvolvimento Produtivo |
| PE | <i>Private Equity</i> |
| PMEs. | Pequenas e médias empresas |
| ROFO | <i>Right of First Offer</i> |
| ROFR | <i>Right of First Refusal</i> |
| SBA | <i>Small Business Administration</i> |

SBICS *Small Business Investment Companies*
SCR Sociedades de Capital de Risco
SEBRAE Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SOP *Stock Option Plan*
VC *Venture Capital*

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 15 |
| 2 INOVAÇÃO, DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E MECANISMOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMENTO | 18 |
| 2.1 A IMPORTÂNCIA DA INOVAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO SUSTENTÁVEL | 18 |
| 2.3 FONTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO..... | 24 |
| 2.3.1 Financiamento público | 24 |
| 2.3.2 Capital próprio - <i>bootstrapping</i> | 25 |
| 2.3.3 Família, amigos e tolos - <i>friends, family and fools (FFF)</i> | 26 |
| 2.3.4 Capital semente - <i>seed capital</i> | 26 |
| 2.3.5 Fundos de Investimento <i>Venture Capital e Private Equity</i> | 28 |
| 2.3.6 Financiamento Coletivo - <i>Equity Crowdfunding</i> | 29 |
| 3 ECOSSISTEMA DA INDÚSTRIA DO CAPITAL DE RISCO | 31 |
| 3.1 ORIGEM DO CAPITAL DE RISCO..... | 31 |
| 3.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL | 33 |
| 3.3 ASPECTOS CONCEITUAIS E CARACTERÍSTICAS..... | 36 |
| 3.4 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO..... | 39 |
| 3.5 ATORES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES DE INVESTIMENTO | 41 |
| 3.6 CICLO DE INVESTIMENTO | 44 |
| 4.1 AMBIENTE REGULATÓRIO | 47 |
| 4.2 CARACTERÍSTICAS GERAIS | 48 |
| 4.3 CLASSIFICAÇÃO DOS FIPS | 52 |
| 4.4 CONSTITUIÇÃO, ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DO PORTFÓLIO | 54 |
| 4.5 CAPITALIZAÇÃO DE FUNDO <i>VENTURE CAPITAL</i> | 56 |
| 4.6 ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS | 57 |
| 5 ESTRUTURA, ACORDOS E CLÁUSULAS CONTRATUAIS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO <i>VENTURE CAPITAL</i> | 59 |
| 5.1 ACORDOS PRELIMINARES | 59 |
| 5.1.1 Acordo de Confidencialidade..... | 60 |
| 5.1.2 <i>Term Sheet</i> | 60 |
| 5.1.2.1. Duração do período de auditoria..... | 62 |
| 5.1.2.2. Direito de exclusividade | 62 |
| 5.1.2.3. Direito de não concorrência | 62 |
| 5.1.2.4. Disposições de governança corporativa | 63 |

| | |
|--|-----------|
| 5.1.2.5. Preço (<i>valuation</i>) | 64 |
| 5.1.2.6. Restrições à transferência de ações | 65 |
| 5.1.2.7. Preferência na liquidação..... | 68 |
| 5.1.2.8. Mecanismos anti-diluição..... | 68 |
| 5.1.2.9. Resolução de conflitos..... | 69 |
| 5.2 ACORDOS DEFINITIVOS | 70 |
| 5.2.1 Acordo de Investimento | 71 |
| 5.2.2 Acordo de Acionistas | 72 |
| 5.2.3 Estatuto Social..... | 73 |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS | 75 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 77 |

INTRODUÇÃO

A inovação, entendida em suas dimensões tecnológica, organizacional e institucional tornou-se parte do arsenal de política macroeconômica pós Segunda Guerra, mormente após os escritos de Joseph Schumpeter, ao considerar as inovações tecnológicas na dinâmica desenvolvimentista dos países capitalistas. Deste adágio, extraiu-se a variável hodierna e essencial na equação do desenvolvimento econômico e competitividade sustentável de países, sobretudo, no que se refere aos mercados e setores intensivos em tecnologia.

No ecossistema da inovação, as empresas, com destaque àquelas de base tecnológica (EBTS) concorrem para o desenvolvimento e introdução de novos produtos e/ou processos no mercado através da aplicação sistemática de conhecimentos técnico-científico disruptivos. Todavia, ainda que apresentem alto potencial de crescimento, oferecem, outrossim, riscos inerentes as características, perfil e longo prazo de maturação de seus empreendimentos, ainda mais se considerarmos as pequenas e médias empresas.

Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008) assinalam que o desenvolvimento de uma indústria inovadora depende, em grande parte, da formação de recursos humanos capacitados, de investimentos consistentes, contínuos, de longo prazo e de porte. No entanto, as restrições ao financiamento para as empresas brasileiras, especialmente, de orientação tecnológica, constituem um fato empírico evidente, não apenas no que se refere ao acesso ao crédito, mas também quanto aos prazos e custos, reconhecidamente um dos maiores do globo.

Nesse contexto, a indústria de *venture capital* surge como alternativa adequada na alocação de recursos para empresas inovadoras. Sousa (2008) consigna que a expressão *venture capital* traduz capital à procura de oportunidades de investimentos de alto risco, mas com elevado potencial de crescimento e rentabilidade. Estas operações consistem no compartilhamento de ativos financeiros, gestão do empreendimento e sinergia de ações entre as partes envolvidas, desde a sua concepção até os estágios subsequentes de maturação.

Este modelo de financiamento reverberou nos Estados Unidos a partir da década de 1950, propagando-se acentuadamente a partir dos anos 70 e início dos anos 80 para os países europeus e algumas economias emergentes. Quanto ao Brasil, foi somente na metade da década de 90, com o advento da estabilização econômica e a promulgação da instrução CVM 209/94 sobre Fundos Mútuos de Investimento de Empresas Emergentes (FMIEE), que a indústria do capital de risco evoluiu de modo significativo no cenário nacional - aumento de fundos, quantidade de operações realizadas, valor investido e busca de maiores oportunidades no país.

Considerando que o arcabouço contratual brasileiro para os fundos de investimento em capital de risco é considerado relativamente recente e, considerando, ainda, que o Código Civil atribui as gestoras-investidas inúmeras possibilidades para instrumentalizar suas relações de investimentos, visto que não há um regramento específico previsto na legislação, questiona-se sobre eventual fragilidade e/ou inconsistência dos mecanismos contratuais disponíveis que lhes forneça respaldo e segurança jurídica nestas operações de investimento.

Ao lado destas considerações, tem-se que o estudo do tema decorre da importância de um ambiente jurídico adequado de mercado de capitais para a expansão e engrandecimento de empreendimentos inovadores. A relevância da matéria, por sua vez, alinha-se ao entendimento de que quando os instrumentos jurídicos maximizam eficiência e segurança jurídica nas operações de investimentos, novos atores disponibilizam-se a participar dessas relações negociais, criando-se um círculo virtuoso da inovação, tão necessário na dinâmica desenvolvimentista sustentável de nosso país.

Posto isto, o presente trabalho tem como objetivo apresentar a estrutura contratual e as principais cláusulas utilizadas na construção de acordos entre fundos de investimento *venture capital* (gestora) e empresa investida, adequando-se os distintos interesses e a estabilidade das relações estabelecidas à luz do ordenamento jurídico brasileiro. Registre-se, por oportuno, que não se pretende esgotar a matéria contratual, na medida em que estes instrumentos não são taxativos e se ajustam diante das particularidades de cada negociação.

Para tanto, realizou-se pesquisa bibliográfica, dedutiva, qualitativa e descritiva, estruturada em cinco capítulos. Neste sentido, levantamento bibliográfico fora realizado sobre investimento em *venture capital* a partir de dissertações e teses das principais universidades brasileiras, livros, periódicos da CAPES, documentos de instituições envolvidas no mercado, como a CVM, Anjos do Brasil, ABVCAP, LAVCA, além de exame da legislação nacional aplicada com o fim de enriquecer o trabalho e os debates relativos ao tema.

Da análise inicial da literatura, novas referências de interesse foram localizadas e uma vez demonstrado os resultados da pesquisa, buscou-se apresentar nas seções seguintes alguns fundamentos teóricos não observados em estudos quantitativos, indispensáveis para a compreensão do objeto de estudo da presente dissertação, apresentando, outrossim, os instrumentos contratuais usualmente empregados no mercado entre as partes integrantes da modalidade de financiamento de capital de risco.

Sendo assim, o trabalho fora estruturado da seguinte forma:

No primeiro capítulo realiza-se uma abordagem preliminar sobre a importância das inovações tecnológicas no desenvolvimento econômico e sustentável de países e instituições.

Por conseguinte, analisam-se os obstáculos à inovação enfrentados por empresas neste processo, com destaque para a dificuldade de obtenção de capital, além de apresentar mecanismos alternativos ao crédito tradicional, seja público ou privado, próprio ou de terceiros para o custeio de projetos e empreendimentos inovadores.

No segundo capítulo analisa-se o surgimento da indústria de *venture capital* nos Estados Unidos e o contexto evolutivo desta no cenário brasileiro, esclarecendo-se, outrossim, a dinâmica desta complexa estrutura como mecanismo alternativo de custeio à inovação - características e aspectos conceituais, estágios e ciclo de investimento e os agentes envolvidos nesta modalidade de financiamento privado.

No terceiro capítulo, considerando a importância do papel desempenhado pelos Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) na indústria *venture capital* e *private equity*, destaca-se o seu ambiente regulatório, especificidades e principais características, classificação, capitalização de fundos na categoria *venture capital*, além de apresentar as regras relacionadas à convocação, instalação e deliberação da Assembleia Geral de Cotistas.

No quarto capítulo apresenta-se a estrutura, avenças e disposições contratuais usualmente empregadas nas operações de *venture capital* entre gestora-investida, atrelando-se os distintos interesses das partes, desde as tratativas iniciais de negociação até a assinatura dos documentos definitivos, onde as regras de investimento, direitos e obrigações de cada um são formalizadas para a conclusão do investimento em análise.

Por fim, apresentam-se as considerações finais da presente dissertação.

2 INOVAÇÃO, DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E MECANISMOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMENTO

2.1 A IMPORTÂNCIA DA INOVAÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO SUSTENTÁVEL

Na contemporânea globalização dos mercados, a inovação tecnológica reflete a vigorosa incorporação de conhecimentos nas atividades produtivas, que passa a ser entendida como variável estratégica para o desenvolvimento econômico e competitividade de países e organizações. Segundo Miller e Morris (1999), a inovação é vital para a manutenção e/ou criação de padrões de bem-estar social, além de aspectos concorrenciais em nível organizacional ou em termos de diferenciação nacional.

Em sentido análogo, Nakasone (2013) relata que as inovações estão relacionadas a potencial de ganhos de mercado, elevado bem-estar, melhores salários e maiores faturamentos. Portanto, observa-se que é nítida a preocupação dos países com suas capacitações tecnológicas, seja para chegarem ou manterem-se na fronteira tecnológica. Por sua vez, Maçaneiro (2008) destaca a relevância do papel das pequenas e médias empresas (PMEs) no incremento deste bem-sucedido ambiente macroeconômico.

Baêta, Baêta-Lara e Melo (2006) assinalam que pequenas e médias empresas são fundamentais na promoção de mudanças sociais e institucionais, tanto na geração de oportunidades - aproveitamento de força de trabalho e estímulo do desenvolvimento empresarial -, quanto na criação de um mercado interno capaz de funcionar como base sólida para uma economia sustentável. Logo, na ausência de novas empresas inovadoras, o sistema econômico vê-se privado do dinamismo tecnológico essencial ao processo desenvolvimentista.

O conceito de inovação encontrou guarida dentro da teoria econômica defendida por Joseph Alois Schumpeter (1833-1950), um dos mais importantes economistas da primeira metade do século XX, após a publicação da célebre obra *Teoria do Desenvolvimento Econômico*, ao considerar a incorporação das inovações tecnológicas como elemento determinante no processo de desenvolvimento econômico e social dos países capitalistas.

Maçaneiro (2008) consigna que os elementos da inovação aventados pioneiramente por Schumpeter podem ser sintetizados e caracterizados por um ou mais dos seguintes fatores, quais sejam: introdução de novo bem ou de nova qualidade de um bem; introdução de um novo método de produção; abertura de novo mercado; conquista de nova fonte de matérias-primas ou de bens semimanufaturados e uma novidade na organização industrial.

Para Fagerberg (2004), Schumpeter sinaliza que a realização de novas combinações representa o emprego dos meios produtivos do sistema econômico de forma diferente dos padrões convencionais. Esta concepção de conhecimentos e recursos abririam novas oportunidades de negócios e proporcionariam que novas inovações fossem realizadas. Desse modo, permitir-se-ia a ocorrência da dinâmica de mudança econômica de longo prazo, encarada pelo autor como sinônimo de desenvolvimento.

De acordo com Guimarães (2000), a temática Schumpeteriana adquiriu relevância por duas razões:

A primeira foi a introdução da variável inovação como endógena à dinâmica econômica, tornando-a elemento primordial na determinação dos movimentos cíclicos de transformação das economias capitalistas. A segunda razão foi a descrição minuciosa realizada por Schumpeter do processo de inovação, dividindo-o em três etapas (invenção-inovação-difusão) e enfatizando a figura do empresário inovador ao passar da primeira para a segunda etapa (GUIMARÃES, 2000, p. 23).

Maçaneiro (2008) registra que a teoria schumpeteriana foi considerada a base para os estudos daqueles que se fundamentam nos princípios de que a difusão de inovações é determinante para o desenvolvimento econômico e social dos países, tendo como consequência o avanço técnico em processo evolucionista da firma e do mercado. No entanto, a partir do final dos anos 1970 muitos teóricos aperfeiçoaram as ideias aventadas pioneiramente por Schumpeter. Estes são conhecidos como neoschumpeterianos (ou evolucionários).

Na teoria neoschumpeteriana, a inovação é a mola mestra da dinâmica capitalista, todavia, ao contrário da teoria neoclássica defendida por Joseph Schumpeter, o progresso técnico é visto como elemento endógeno ao sistema econômico. A concorrência gera não somente comportamentos adaptativos, como torna-se outrossim indutora de atitudes ou iniciativas inovadoras. O comportamento da firma ocorre através da interação de mecanismos de rotina, busca e seleção do mercado (VIEIRA, 2017).

Além disso, investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) adquirem relevância neste processo. O aprendizado é entendido por essa corrente como um processo cumulativo, que incrementa e integraliza o conhecimento especializado, concedendo espaço para o desenvolvimento de inovações. A interação entre os diferentes processos de aprendizado que surgem na trajetória do desenvolvimento tecnológico, possibilita o encadeamento entre diferentes sistemas tecnológicos (VIEIRA, 2017).

Para Viotti (2005), o conceito de inovação diz respeito a produtos ou processos que correspondam a uma novidade para o mercado nacional. Nesse sentido, a inovação para o mercado tem significado superior pelo impacto em termos de ganho de competitividade e de acumulação de capacidade tecnológica pela empresa que a introduziu. Entretanto, os produtos e os processos que são novidades unicamente para a empresa introdutora, devem ser enquadrados apenas como difusão ou absorção de inovações.

De modo similar, Tigre (1998) destaca que:

Do ponto de vista econômico, a inovação em si, ou seja, a primeira aplicação comercial de uma invenção, pode não representar impactos significativos. Muito mais importante é a velocidade e abrangência da difusão destas inovações na economia. A difusão de inovações depende de um conjunto de fatores condicionantes favoráveis, incluindo inovações complementares, criação de infraestrutura apropriada, quebra de resistência de empresários e consumidores, mudanças na legislação e aprendizado na produção e uso de novas tecnologias. Assim, embora a inovação abra oportunidades para empresas crescerem, criarem mercado e exercerem o poder monopolístico temporário, somente sua difusão ampla tem impacto macroeconômico (TIGRE, 1998, p. 16).

Diante deste quadro, pode-se afirmar que inovação e conhecimento sobressaem-se como fatores determinantes da competitividade e do desenvolvimento econômico de países e organizações. As pequenas e médias empresas, sobretudo, de orientação tecnológica, cooperam significativamente para este cenário progressista. No entanto, para que estas sejam capazes de contribuir, necessitam de prévias condições de operabilidade para desenvolverem e transformarem seus potenciais de crescimento em realidade para o mercado.

A inovação está associada ao processo de investimento, mas isso tampouco significa que a capacidade inovativa suceda de modo espontâneo a acumulação de capital. Pequenas e médias empresas de base tecnológica enfrentam grandes desafios, especialmente na obtenção de crédito para o seu desenvolvimento, tema alvo de preocupações e discussões nas agendas de pesquisa. Este adimplemento precisa ser construído paralelamente a tecnologia e, portanto, requer estratégia, planejamento, ação e coordenação, seja pública ou privada.

2.2 OBSTÁCULOS NO FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES

De acordo com Maia e Silva Filho (2016), a introdução de práticas inovadoras em qualquer ambiente social demanda recursos, tempo e estudo pela empresa, seja para a redução de custos, vantagem competitiva, ampliação de mercado ou até mesmo para a sua

autossobrevivência. Esses obstáculos são universais e apresentam diversas origens: econômica (custos, riscos, financiamento), organizacional (rigidez, centralização), informacional (informação de mercado, de tecnologia), técnica (pessoal qualificado, serviços técnicos), etc.

Na décima primeira edição do Índice Global de Inovação, elaborado pela Universidade de Cornell, pela faculdade de administração INSEAD e pela Organização Mundial da Propriedade Intelectual (OMPI), o Brasil assumiu a modesta 64ª posição no ranking de desenvolvimento tecnológico entre 126 países no ano de 2018. O Índice que mede a capacidade de inovação, como conhecimento, tecnologia e criação das economias globais, demonstrou, inclusive, o atraso nacional dentro da América Latina, que segue com o Chile na primeira posição regional (GII, 2018).

Os dados são recentes, mas o quadro nem tanto. Historicamente condicionado por atributos socioeconômicos e culturais, o Estado Brasileiro repercute sua defasagem tecnológica acumulada ao longo dos anos. Sérgio Rezende, antigo Ministro da Ciência, Tecnologia e Inovação lembra, no entanto, que a própria discussão sobre ações e medidas a serem adotadas quanto ao termo "inovação" é hodierna no cenário nacional. "Nas últimas décadas, as grandes questões eram a inflação e a qualidade. Só depois veio a inovação" (BRASIL, 2004, p. 17).

Esforços em prol da inovação no Brasil foram realizados em maior ou menor grau em diferentes governos, principalmente, após o final dos anos 1990 e início dos anos 2000. No governo Collor, num cenário de instabilidade política, econômica e monetária, dedicou-se atenção maior para a recuperação da atividade econômica. Contudo, em termos de política industrial, não houve ambiente e espaço para o planejamento de uma política de desenvolvimento com inovação em longo prazo (ENDERLE, 2012).

De acordo com Koeller (2009), durante os dois governos do Presidente Fernando Henrique Cardoso, a política de inovação ficou subordinada a política macroeconômica, centrada no estabelecimento de políticas de caráter horizontal. Não houve seleção de setores específicos, mas esforços no sentido de constituir um ambiente econômico propício à inovação, com ganhos de produtividade pela concorrência internacional. Assim, haveria primeiro uma modernização industrial e, posteriormente, um processo crescente de inovações.

No governo Lula um número significativo de medidas foram implementadas em prol de uma política industrial desenvolvimentista e amparada na inovação, com destaque para a instituição da Lei de Inovação (Lei 10.973/04), Lei do Bem (Lei 11.196/05), Lei de Biossegurança (Lei 11.105/05), instituição do Sistema Brasileiro de Tecnologia (SIBRATEC), criação da Academia da Propriedade Intelectual e da Inovação, inauguração de uma série de

programas de pós-graduação e pesquisa, lançamento da Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), dentre outros (ENDERLE, 2012).

No entanto, a culpabilidade pela defasagem industrial de nosso país não pode ser atribuída exclusivamente ao Estado. Trata-se, outrossim, de questão sistêmica. Nota-se que empresas nacionais ainda são pouco propensas a inovar e quando o fazem, apresentam de modo frequente dificuldades em sua gestão tecnológica. Além disso, a implementação de práticas inovadoras esbarra e depende quase sempre da superação ancestral da aversão ao risco, retorno do investimento e liquidez pelo setor industrial brasileiro.

Segundo Galia, Mancini e Morandi (2012), o desenvolvimento da inovação é um desafio caro e incerto, os quais exigem competências qualificadas, uma grande quantidade de recursos financeiros e informações, além de uma atitude de risco pelo empresário. Os embaraços que as empresas enfrentam ou preveem enfrentar durante o desenrolamento da inovação podem muitas vezes impedi-las de dar continuidade, ainda que conscientes sobre a importância desta no progresso tecnológico da sociedade.

Não por acaso, esta avaliação credita o quadro nacional. Empresas brasileiras, independentemente de sua origem de capital, encaram obstáculos na implementação de atividades de inovação, conforme atesta a Pesquisa Industrial de Inovação Tecnológica (PINTEC) de 2014, realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os resultados da PINTEC demonstram que os entraves à inovação estão associados, sobretudo, a fatores de ordem econômica, destacando-se: riscos econômicos excessivos, elevados custos de inovação e escassez de fontes de financiamento (PINTEC, 2014).

Em sentido análogo, a pesquisa "Sobrevivência das Empresas no Brasil" realizada pelo SEBRAE em 2016, revela que as principais dificuldades enfrentadas no primeiro ano por pequenas e médias empresas foram: falta de clientes (16%), falta de capital (16%), falta de conhecimento (12%), mão-de-obra (10%), imposto/tributos (10%), inadimplência (6%), concorrência (4%) e burocracia (4%). Ademais, empresas que encerraram suas atividades opinaram que teria sido útil para evitar o fechamento do negócio: menos impostos e encargos (52%), mais clientes (28%) e crédito mais facilitado (21%) (SEBRAE, 2016).

Sousa (2008) observa que em cada etapa de desenvolvimento de um novo produto e/ou processo - fundação, iniciação de projetos, ampliação de estrutura física e financeira, pesquisa e desenvolvimento - a empresa apresenta necessidades distintas de capital. Grandes empresas até conseguem mobilizar recursos próprios para as suas atividades. Todavia, o mesmo não ocorre com as pequenas e médias empresas brasileiras, dado que necessitam de instrumentos de crédito para que o seu amplo desenvolvimento seja sustentável a longo prazo.

Nesse contexto, tem-se que empecilhos para a obtenção de financiamento ocasionam uma retração no desenvolvimento de firmas e mercados, na medida em que estas deixam de alcançar um padrão de desempenho satisfatório devido a ineficiência no uso do capital. Deste modo, não participam do processo de desenvolvimento tecnológico e gerencial necessário à manutenção e à competitividade nacional, corroborando para a existência de um círculo vicioso em que não há adequação das capacidades produtivas às exigências do mercado.

A regulação da indústria de serviços financeiros, pautada pelo elevado protecionismo do setor e de seus integrantes, bem como pelas pressões exercidas sobre as margens de lucro, mostram-se limitantes e/ou inflexíveis na alocação de recursos para as atividades inovativas. Albuquerque (1996) avalia o papel das instituições financeiras como decisivo no sentido de viabilizar a realização dos investimentos necessários ao crescimento em geral e à inovação:

Cada processo de industrialização, em especial cada processo de *catching up* necessita de um arranjo específico que consiga resolver o gargalo das condições de financiamento em termos das condições concretas de cada país. Sem a obtenção de uma solução financeira estável em termos de longo prazo, o crescimento econômico não pode ser alcançado e a dinâmica inovativa que o impulsiona está comprometida (ALBUQUERQUE, 1996, p. 141).

Para Gorgulho (1996) o sistema financeiro atua como um dos mecanismos de seleção e restrição a inovações, tendo em vista que os procedimentos tradicionais de concessão de crédito tendem a se concentrar nas etapas mais avançadas do processo inovador, quando a incerteza atinge níveis aceitáveis pelos agentes. Logo, tem-se que as empresas selecionadas para receber o financiamento são aquelas estabelecidas em setores industriais mais estáveis e maduros.

Os critérios convencionais de análise avaliam negativamente o processo inovativo porque eles levam em conta somente os resultados já alcançados e não os processos em andamento na firma para a realização de seus objetivos. Eles ignoram também os benefícios intangíveis do desenvolvimento de uma inovação, em termos do aprendizado incorporado nas pessoas e instituições envolvidas, que capacitam a empresa para futuros desenvolvimentos. As atividades de P&D são consideradas como sendo atividades que reduzem os lucros correntes, ao invés de aumentar os lucros futuros (GORGULHO, 1996, p. 21).

Luna, Moreira e Gonçalves (2008) assinalam que em razão de sua natureza essencialmente intangível, as atividades de inovação encontram de forma natural dificuldades de acesso a financiamento no mercado. Em uma lógica de funcionamento que prioriza a liquidez, evita os riscos e valoriza o retorno no curto prazo, projetos tecnológicos com risco

elevado e longo prazo de retorno tendem a ficar em segundo plano, mesmo que a sua magnitude seja superior a outras opções de investimentos.

Sousa (2008) acrescenta que enquanto as grandes empresas têm acesso ao mercado de capitais para a sua expansão, as pequenas apresentam muitas dificuldades para obter recursos financeiros, sobretudo no Brasil, onde a negociação em Bolsa de Valores está restrita principalmente às grandes empresas. A possibilidade de captar empréstimo em bancos tradicionais com baixa taxa de juros e ausência de altas garantias é rara e ainda que consigam, as empresas sujeitam-se a pagar elevados juros que acabam por corroer a margem de lucro.

Quanto aos empréstimos bancários, estes são concedidos com base no desempenho passado da empresa, refletido em seus demonstrativos financeiros e na apresentação de garantias reais. Todavia, a nova empresa não possui um histórico e dificilmente terá ativos com liquidez a oferecer. Ademais, a obtenção desses valores acarreta o pagamento de juros e amortizações, exigindo uma geração de caixa estável pela firma, o que é quase impossível para as pequenas e médias empresas, ainda mais se forem nascentes.

Albergoni (2006 apud Christensen, 1992) destaca que ao lado das imperfeições suscetíveis em investimentos de alta tecnologia - retornos incertos, curto prazo para o cumprimento de obrigações, assimetria de informações entre as firmas e os potenciais investidores e baixo nível de garantia dessas operações - a avaliação de uma proposta inovativa requer uma competência de prospecção tecnológica e de mercado que os bancos comerciais não possuem, contribuindo, evidentemente, para um cenário delicado.

Face ao exposto, tem-se que as instituições financeiras oferecem poucas possibilidades de captação para projetos e empreendimentos inovadores. Diante de tais restrições, muitos negócios acabam sendo abandonados em razão do desconhecimento de novas alternativas de custeio e sua acessibilidade em nosso país. No entanto, existem linhas distintas à forma clássica de investimento e favoráveis as inovações tecnológicas, conforme adiante será detalhado.

2.3 FONTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO

2.3.1 Financiamento público

As linhas de fomento do governo, à princípio, podem parecer inacessíveis ou complexas. No entanto, com um acompanhamento proativo dos editais lançados é possível obter o financiamento adequado. Dentre as agências governamentais, destacam-se o BNDES e a FINEP, que através de suas distintas linhas e programas de custeio procuram cobrir o vazio

deixado pelo sistema financeiro no desenvolvimento de produtos ou processos inovadores em empresas nacionais (AEVO, 2017).

No tocante ao BNDES, a linha BNDES Finem - Inovação oferece empréstimos com taxas de juros inferiores as taxas de mercado em empresas de todos os portes e setores. Há também investimentos via participação acionária, através da compra de ações da empresa-alvo ou via fundos de investimento, nos quais o BNDES participa como um dos investidores, como no caso do Fundo Criatec, que tem como finalidade capitalizar e fornecer apoio gerencial às micro e pequenas empresas inovadoras (BNDES, 2018).

O Plano Inova Empresa por meio de chamadas públicas, seleciona projetos que serão contemplados pelos mecanismos de apoio disponíveis pelo BNDES, pela FINEP e pelos demais órgãos públicos participantes, reembolsáveis ou não, como subvenção econômica ou empréstimos com melhores condições. Todavia, o mecanismo ainda é usado de modo inapropriado, já que ao invés de ser destinado ao setor produtivo em geral, é dirigido a produtos e setores específicos escolhidos pelo governo, adquirindo características de encomenda tecnológica, porém, sem garantia de mercado (PROTEC, 2018).

Quanto a FINEP, esta foi destinada a financiar estudos e programas necessários à modernização industrial e o desenvolvimento científico e tecnológico do país. A obtenção de recursos por meio de subvenção econômica destaca-se como a modalidade de financiamento praticada pela FINEP. Esta consiste em apoio financeiro por meio da aplicação de recursos públicos não reembolsáveis, ou seja, aqueles que não podem ser devolvidos, diretamente na empresa, compartilhando com elas os custos e riscos inerentes a tais atividades (VIEIRA, 2017).

2.3.2 Capital próprio - *bootstrapping*

Fora do âmbito de financiamento público, o *bootstrapping* ou *founder investment* é a modalidade mais comum de capital de risco em qualquer negócio incipiente, disponibilizado com recursos financeiros do próprio empreendedor ou pela geração de caixa inicial da empresa. Trata-se de decisão de foro íntimo, relacionada à situação econômica familiar, à confiança do empreendedor em seu projeto ou empreendimento e/ou em sua capacidade empreendedora (GORINI; TORRES, 2015).

Os benefícios consistem na disponibilidade imediata do capital. Deste modo, não há o cumprimento dos critérios rígidos e restritivos estabelecidos pelas instituições financeiras, como prazo, taxas de juros e garantias. Todavia, o uso de recursos acumulados para a viabilização do negócio deve ser considerado, sobretudo, quando os riscos envolvidos não são

adequadamente administrados a longo prazo. O desafio do empreendedor é encontrar o equilíbrio entre o consumo dos próprios recursos e a segurança de seu futuro.

2.3.3 Família, amigos e tolos - *friends, family and fools (FFF)*

A rede de relacionamentos do empreendedor também pode ser mobilizada para a captação de recursos na forma de dívida ou de investimento na empresa. O famoso triplo F - "*family, friends and fools*" é constituído pelo auxílio financeiro de familiares, amigos (e tolos) do empreendedor. Nesta opção de financiamento prepondera-se o vínculo emocional e de confiança entre as partes. Portanto, não há a necessidade de apresentação de um plano de negócio mais estruturado, um produto mínimo ou um *pitch*.

No âmbito de empréstimo, o empreendedor se compromete a devolver os recursos em um determinado prazo, pagando ou não uma taxa de juros. Garantias podem ser ou não pactuadas, mas não costumam ser especificadas. A maioria desses acordos apresentam caráter informal, ainda mais quando firmados entre familiares. Na outra variante dessa modalidade, o familiar ou amigo aporta recursos na empresa em troca de participação e passa a correr os riscos societários típicos do próprio dono do negócio (GORINI; TORRES, 2015).

Destarte, embora comum e necessária em muitos casos, essa opção de recurso necessita ser avaliada adequadamente pelos participantes do processo, já que podem contribuir para situações de estresse no ambiente doméstico. A formalização contratual deve ocorrer o mais breve possível. Ter regras claras sobre a alocação financeira inviabiliza futuros questionamentos, os quais possam redundar em potenciais litígios e que, dependendo da etapa da empresa, podem ser fatais (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018).

2.3.4 Capital semente - *seed capital*

Logo após esse estágio, observa-se a primeira modalidade de investimento externo, denominada de capital semente, em que recursos de terceiros são destinados a empresas em estágio embrionário, seja quando o projeto em questão é apenas um conceito ou um modelo preliminar de negócios ou quando já há uma empresa constituída, mas ainda em estágio pré-operacional. Esse recurso está comumente associado a capacitações e apoio técnico de diferentes tipos, sendo que as principais formas de oferta de capital semente são as incubadoras, aceleradoras e os chamados investidores anjos (GORINI; TORRES, 2015).

a) Incubadoras

Para as empresas iniciantes, as incubadoras costumam ser uma das opções mais acessadas, em especial, no caso de projetos de pesquisa de desenvolvimento científico e tecnológico surgidos no interior de universidades ou centros de pesquisa. As incubadoras de empresas são instituições que tem como objetivo auxiliar micro e pequenas empresas nascentes ou que estejam em operação e tenham como principal característica a oferta de produtos ou serviços no mercado com significativo grau de inovação.

As empresas incubadas, além de receberem suporte gerencial, administrativo e mercadológico, recebem apoio técnico para o desenvolvimento do seu produto. Assim, o empreendimento é acompanhado por especialistas desde a fase de planejamento até a consolidação de suas atividades. Ademais, compartilham da mesma infraestrutura de apoio (física, administrativa, contábil), o que permite a diluição dos custos operacionais, troca de informações e experiências entre os empreendedores (SEBRAE, 2018).

Incubadoras atuam em vários segmentos da indústria, sendo que parte delas não tem fins lucrativos ou são operadas por organizações públicas, como instituições acadêmicas e centros de pesquisa. Os requisitos de admissibilidade são variáveis para cada programa de incubação, mas, via de regra, as incubadoras buscam produto ou serviço inovador, que seja econômico e viável para o mercado, apresente boa qualificação técnica da equipe envolvida e que possua recursos financeiros básicos para iniciar o projeto (ABSTARTUPS, 2017).

b) Aceleradoras

As aceleradoras, por sua vez, são uma variação do modelo de incubadoras, mas sem a lógica de compartilhamento de espaço. Para a captação e seleção de negócios em potencial, as aceleradoras oferecem serviços de consultoria, espaço de trabalho *coworking* e treinamento em eventos pontuais e de curto prazo. A remuneração da aceleradora, quando existente, ocorre na forma de participação no capital da empresa acelerada. Durante o programa, um dos seus objetivos é tornar as propostas dos empreendimentos mais atrativas para potenciais investidores, como investidores anjo ou fundos *venture capital* (AEVO, 2017).

c) Investidores Anjo - *Angel Capital*

Os chamados anjos são pessoas físicas que oferecem não somente o auxílio financeiro necessário para o lançamento ou desenvolvimento inicial da empresa, mas também a expertise de mercado. Um investidor anjo experiente contribui com o desenvolvimento do modelo de negócios da empresa investida, oferece boas oportunidades de networking e orienta na condução do negócio, agregando valor ao empreendimento, conforme o perfil e qualidade do relacionamento entre o empreendedor e esse apoiador (GORINI; TORRES, 2015).

A propósito, Moretti e Oliveira (2018) salientam que os chamados anjos têm desempenhado uma função relevante na economia de distintos países ao suprirem a necessidade de capital em empresas em estágio inicial, visto que as instituições bancárias e os fundos de *venture capital* não costumam ter interesse em financiar empresas neste estágio embrionário, dando preferência para negócios mais maduros e estruturados onde os riscos são menores.

Diante de sua importância, a modalidade do investimento-anjo foi regulada pela Lei Complementar n. 155/2016, a qual reconhece-a juridicamente, criando um instrumento especial para a sua formalização, chamado de contrato de participação. Outrossim, estabeleceu que apenas empresas enquadradas como microempresas, com receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) ou empresas de pequeno porte, com receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais) podem receber esse formato de investimento.

Nesse viés, cabe destacar que o volume do investimento anjo é menos expressivo, com concentração nas faixas entre R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) e R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), podendo atingir até R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Em geral, a expectativa desse investidor é que a empresa apoiada se torne atrativa para o mercado e, assim, receba futuramente outros aportes de capital, vindo de fundos mais estruturados, como os fundos de *venture capital*, por exemplo. (GORINI; TORRES, 2015).

Além da regulamentação aplicável, observa-se que existem atualmente no Brasil diversas organizações com processos bastante estruturados para esse tipo específico de investimento. Esses organismos mobilizam centenas de potenciais investidores e contribuem para o fomento do ecossistema de investimento. Dentre estas, destaca-se o papel desempenhado pela Endeavor Brasil, Anjos do Brasil, *Harvard Business Schools Angels Alumni Association*, *Gávea Angels* e *Curitiba Angels* (FEIGELSON; NYBO, FONSECA, 2018).

2.3.5 Fundos de Investimento *Venture Capital* e *Private Equity*

Outro importante mecanismo de financiamento encontra-se no mercado de capitais. *Venture capital* e *private equity* são investimentos operados através de fundos, os quais são administrados por organizações gestoras que, através destes, atuam como intermediários entre investidores e empresas com alto potencial de crescimento, geralmente, baseadas em tecnologia. Caracterizam-se por baixa liquidez, retornos de longo prazo e assimetria informacional, fatores que aumentam o risco envolvido na operação, mas que potencializam o retorno dos valores alocados pelos investidores (ABDI, 2010).

A operação desse tipo de investimento envolve uma arquitetura complexa e para cada modalidade existem características e objetivos distintos. Dessa forma, tem-se que as empresas investidas por fundos *venture capital* são, em geral, empresas de pequeno e médio porte, um pouco mais estruturadas do que as empresas em estágio pré-operacional, normalmente, amparadas por anjos e aceleradoras, mas que já se encontram estabelecidas no mercado, ainda que não consolidadas (GORINI; TORRES, 2015).

Por outro lado, o *private equity* é voltado para grandes empresas, com produtos ou serviços consolidados e elevado faturamento, na maioria, representando empresas que buscam o crescimento exponencial, seja por força comercial capitalizada, seja por aquisições verticais ou horizontais, para futura abertura de capital em Bolsa de Valores (VIEIRA, 2017). Nesta etapa, as operações apresentam um valor elevado, em geral, acima de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), podendo atingir centenas de milhões, de modo que para as investidas alcançarem esse patamar, devem passar previamente pelos outros estágios de desenvolvimento.

2.3.6 Financiamento Coletivo - *Equity Crowdfunding*

A última modalidade de captação de recursos que se destaca no âmbito de projetos e empreendimentos inovadores é o *equity crowdfunding*, onde o empreendedor levanta recursos a partir de uma pluralidade de indivíduos, normalmente, através de plataformas da internet, denominados de plataformas de *crowdfunding*. O *crowdfunding* é gênero, desdobrando-se em diversas modalidades: doações (*donations*), contribuições baseadas em prêmios (*reward-based*), empréstimos (*lending*) e *equity crowdfunding*.

O primeiro (*donations*) constitui-se através de doações para determinada ideia ou projeto, sem fins lucrativos. No segundo (*reward-based*), os recursos despendidos pelo contribuinte garantem algum prêmio caso a ideia ou projeto obtenha sucesso. O terceiro (*lending*) é a realização de empréstimos por meio dos quais os contribuintes aguardam o retorno integral, acrescido de rendimentos pré-estabelecidos. E, por fim, no *equity crowdfunding* são

ofertados títulos representativos de participação societária em troca do investimento (FEIGELSON; NYBO, FONSECA, 2018).

Por representar uma ferramenta recente de negociação de capitais, o *equity crowdfunding* despertou o interesse dos órgãos reguladores brasileiros. Deste modo, a CVM regulamentou a matéria por meio da instrução CVM 588/17, estabelecendo critérios e limitações de recursos que podem ser levantados pelas plataformas, responsabilidades, exigências para operação, previsão de sindicatos de investimento, etc., a fim de que este segmento auxilie no fomento à captação de investimentos com segurança jurídica.

Posto isto, observa-se que fora do âmbito de financiamento público, o mercado acabou por criar um ecossistema de investimento para empresas inovadoras, o qual se desenvolve de forma escalonada, com características e exigências distintas, dividido por etapas de estágio de vida organizacional da empresa, tipos de investidores, montante investido, complexidade de investimento e tipos societários, consoante esta evolua para novas etapas.

A Figura 1 apresenta de forma genérica as modalidades de financiamento para projetos e empreendimentos inovadores expostos nesta seção. Elas evoluem de forma crescente, em relação ao tempo de vida e o lucro da empresa. Por oportuno, registre-se que nesta escala seria necessário apenas incluir o nascituro mercado de *crowdfunding*, há pouco tempo regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários através da instrução CVM n. 588/17.

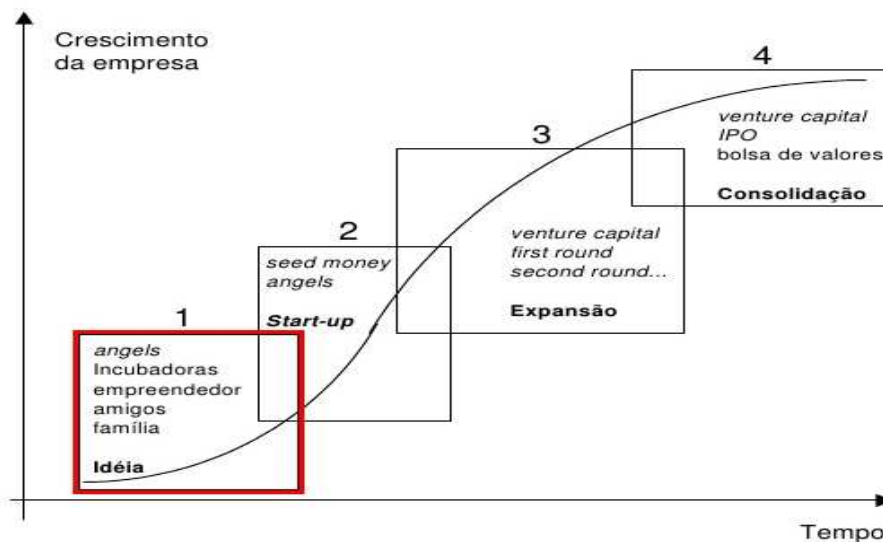


Figura 1 – Estágios e categorias de financiamento para empreendimentos inovadores.
Fonte: GV Cepe (2010).

3 ECOSSISTEMA DA INDÚSTRIA DO CAPITAL DE RISCO

3.1 ORIGEM DO CAPITAL DE RISCO

Em que pese a primitiva contribuição do navegador e explorador italiano Cristóvão Colombo, responsável por liderar a expedição que alcançou o continente americano, sob as ordens dos Reis Católicos da Espanha para a história do *Venture Capital* em 1492, tem-se segundo a ABDI (2011 apud Anson, 2006), que as primeiras experiências de base e estrutura de investimentos modernos em capital de risco ocorreram somente em 1800 no Reino Unido através da Revolução Industrial.

Todavia, fora nos Estados Unidos no final do século XIX e início do século XX que esta indústria encontrou guarida e ascensão. Os gestores profissionais que administravam o capital de famílias abastadas norte-americanas, como Rockefellers, Vanderbilts, Phippses, Whitneys, Besemers, etc., passaram a realizar o assessoramento e o investimento direto numa série de empresas privadas, incluindo as entidades antecessoras da AT&T, Eastern Airlines, McDonalds-Douglas e WR Grace (GOMPERS; LERNER, 2001).

Em 1946, Karl Compton, presidente do Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT) e na companhia de outras personalidades políticas e empresariais, constituiu a primeira organização formal de *venture capital* - a Corporação Americana de Pesquisa e Desenvolvimento (*American Research and Development Corporation* ou ARD). O intuito desta era financiar aplicações tecnológicas comerciais desenvolvidas durante a Segunda Guerra Mundial (GOMPERS; LERNER, 2001).

Reconhecendo o potencial para o desenvolvimento de pequenas empresas, Dwight D. Eisenhower sancionou em 1958 o *Small Business Act*, com a conseqüente criação do *Small Business Administration* (SBA) e o programa de investimento em pequenas empresas (*Small Business Investment Companies* ou SBICs), cujo objetivo era oferecer financiamento a juros abaixo de mercado para empresas emergentes. De acordo com Gompers e Lerner (2001), este programa fez com que na década 1960, 700 SBICs controlassem a maioria do capital de risco investido na indústria estadunidense.

Todavia, Gompers (1994) destaca que os SBICs enfrentaram diversos entraves no desenvolvimento do mercado, como garantias governamentais, falta de monitoramento das empresas investidas e a crise do petróleo de 1973. Os resultados foram catastróficos e com a queda do mercado de ações após a formação de uma bolha de empresas de alta tecnologia entre

1955 a 1962, o programa fora demasiadamente afetado. Em 1988, apenas 7% do mercado de *venture capital* ainda se relacionava aos SBIC's, em detrimento dos 75% de 1963.

Alterações na regulamentação deste segmento tiveram de ser executadas a fim de reduzir o número de SBICs (BYGRAVE; TIMMONS, 1992). O Quadro 1 ilustra de forma cronológica as alterações legislativas ocorridas nos Estados Unidos em investimentos de capital de risco durante as décadas de 1970 e 1980:

| Small Business Act (1958) | Aumentou a disponibilidade de PE/VC para pequenos negócios |
|--|---|
| Employee Retirement Income Security Act – ERISA (1974) | Plano para desestimular investimentos de alto risco. Como consequência, fundo de pensão evitaram investimentos de PE/VC. |
| Revenue Act (1978) | Reduziu as taxas sobre ganhos de capital de 49,5% para 28%, dessa forma, criando o maior incentive tributário para investimentos de longo prazo em ações desde a década de 60. |
| Prudent Man Rule – ERISA (1979) | As regras de respeito a diretrizes para investimentos por fundos de pensão foram revisadas e esclarecidas. A principal diretriz foi a consideração de que a diversificação do portfólio era considerado prudente. |
| Small Business Investment Incentive Act (1980) | Redefiniu as empresas de VC como empresas de desenvolvimento de negócios, removendo a necessidade de registrarem-se como conselheiros de investimento na SEC. |
| Safe Harbor Rule – ERISA (1980) | Constatou claramente que gestores de fundos de PE/VC não seriam considerados fiduciários das ações investidas pelos LPs nos fundos que administram. |
| Ato de taxação para recuperação econômica (1981) | Diminuiu ainda mais a taxa de imposto sobre os ganhos de capital pagos por indivíduos de 28% para 20%. |
| Ato de reforma tributária (1986) | Reduziu incentivos para ganhos de capital de longo prazo. |

Quadro 1 - Cronologia legislativa norte-americana em VC/PE.

Fonte: Bygrave e Timmons (1992); Gompers P. e Lerner, J. (2001a)

Dentre as medidas de incentivo ao setor, destacam-se a *Revenue Act* de 1978, que reduziu a alíquota do imposto sobre os ganhos de capital de 49,5% para 28%, criando maior incentivo para investimentos em ações a longo prazo, a *Prudent Man Rule* - ERISA de 1979, que institucionalizou a participação de fundos de pensão nesta modalidade de investimento e o Ato de Taxação para Recuperação Econômica de 1981, que novamente reduziu a alíquota do imposto sobre os ganhos de capital de 28% para 20%.

Não por acaso, o que se viu nos anos seguintes fora o crescimento exponencial do mercado de *venture capital*. Segundo Gorgulho (1996), os investimentos saltaram de US\$ 460 milhões em 1978 para US\$ 3,9 bilhões em 1987, com a representação de 46% dos fundos de pensão em ativos de capital de risco. Ainda na década de 80, assistiu-se à transformação de

práticas do mercado norte-americano, que passou a especializar-se cada vez mais quanto ao foco, estratégia e estágio de investimento (ABDI, 2011).

Após a queda do mercado de ações em 1987, as atividades de *venture capital* voltaram a se recuperar na década de 1990, devido ao crescimento acelerado da internet e de empresas de alta tecnologia. Entre 1995 a 2000, os investimentos alcançaram US\$ 105,9 bilhões (BYGRAVE; TIMMONS, 1992). O volume de investimento, de modo particular, nos anos 2000, fora substancialmente influenciado pela “bolha da internet” que ocorreu nos Estados Unidos e ficou conhecida pelas empresas *pontocom* (NVCA, 2014).

Nas duas últimas décadas, o volume de investimento *venture capital* totalizou US\$ 616 bilhões em distintos setores da economia norte-americana. No entanto, ocorreu uma alteração setorial dos investimentos realizados neste período, com destaque para as indústrias de *softwares*, biotecnologia e serviços de TI no portfólio das gestoras de *venture capital* junto as empresas dos setores de telecomunicação e redes e equipamentos (PACHECO, 2016).

3.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

A necessidade de criar um instrumento de capitalização para pequenas e médias empresas que atuassem em segmentos de base tecnológica e, ao mesmo tempo, fortalecesse seu potencial de crescimento, aliado ao sucesso obtido pela experiência internacional, fez com houvesse incentivo e mobilidade para o desenvolvimento das atividades de capital de risco no Brasil (BRASIL, 2004). Entretanto, as primeiras iniciativas desta indústria no território nacional ocorreram de forma tardia e com forte influência governamental.

As atividades de capital de risco no Brasil tiveram início na década de 1970, com a abertura de 03 subsidiárias pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) para fornecer capital para pequenas e médias empresas e, sobretudo, apoiar a política de desenvolvimento industrial no Brasil - Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Destinada a setores básicos da economia, estas empresas foram agrupadas em 1982, passando a denominar-se BNDESPar (PAVANI, 2003).

Em 1976, a Financiadora de Estudos e Projetos S.A. (FINEP) criou o programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN), com o objetivo de promover a inovação tecnológica nas pequenas e médias empresas através de investimentos de *private equity* e *venture capital*. Todavia, em virtude da metodologia empregada de empréstimos subsidiados ao invés de aquisição de ações, o programa não obteve bons resultados e foi suspenso no ano de 1991 (GORGULHO, 1996).

Neste mesmo ano de 1976, com a associação firmada entre o Unibanco e o Banco Paribas, houve a criação da Brasilpar. Estruturada como uma *holding* e sob a égide de Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pretendia-se realizar investimentos de *private equity* e *venture capital* no Estado brasileiro. Sendo assim, a Brasilpar investiu US\$ 4 milhões até 1980 quando foi reestruturada nesta ocasião para admitir a entrada de novos sócios (GORGULHO, 1996).

A década de 1980 e o início da década de 1990 foram marcadas pela hiperinflação, recessão econômica, seguidas pelas trocas de moedas que inibiam quaisquer investimentos de longo prazo no país. Campani et al. (2016) afirma que era inviável projetar ciclos de investimento de 10 anos quando toda a movimentação do mercado ocorria *overnight*. Além da conjuntura econômica adversa, o país enfrentava um cataclismo político e problemas internacionais, como a crise do petróleo, que também influenciava as economias ocidentais.

A existência de um mercado de capitais pouco desenvolvido e a falta de mecanismos regulatórios e fiscais que estimulasse esta atividade, fez com que em 1986 a indústria de *venture capital* e *private equity* fosse institucionalizada pelo Decreto-Lei 2.287 e regulamentada pelas resoluções 1.184/86 e 1.346/87 (SOUSA, 2008). Deste modo, reconhecia-se as Sociedades de Capital de Risco (SCR) como organizações gestoras especializadas para a aquisição de participações minoritárias em pequenas e médias empresas (PAVANI, 2003).

Contudo, estes instrumentos legais não foram capazes de favorecer o seu pleno desenvolvimento. Sousa (2008) relata que fatores como a falta de transparência nos dados das empresas, imaturidade e burocracia excessivamente rígida em relação ao mercado de capitais embarçaram a participação de investidores no país. Gorgulho (1996) acrescenta que a exclusão de médias e grandes empresas, a não utilização de instrumentos de dívida e a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com as SCRs.

Em 1994, com a chegada do Plano Real e a consequente estabilização econômica, condições mínimas foram criadas para a retomada da indústria de *venture capital* e *private equity*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da instrução normativa 209 de 25/03/1994, regulamentou os investimentos de risco em pequenas e médias empresas, com a criação do Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEE) e a indústria de capital de risco no Brasil teve um crescimento sem precedentes em sua história.

Neste período houve aumento significativo de fundos atuantes, quantidade de operações realizadas e de valor investido. Em 2000, houve a criação da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), atual Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), com a missão de representar as principais fontes de recursos para o capital de risco no país,

dedicando-se à promoção dessa indústria em benefício dos seus investidores, empreendedores, associados, outros participantes e da economia como um todo (SÁ, 2017).

Em 2003, a CVM publicou a instrução normativa 391 de 16/07/03, regulamentando os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que até aquele momento não contavam com regime próprio na legislação e tornar-se-iam o principal veículo de investimento de capital de risco do país. Ao lado deste marco, reformas na legislação societária, a confirmação pelo Poder Judiciário da arbitragem e a manutenção das condições macroeconômicas básicas, contribuíram para novos recordes do capital de risco no cenário brasileiro (ABVCAP, 2017).

A indústria de *private equity* e *venture capital* registrou em 2009 US\$ 34 bilhões de capital comprometido para investimentos no Brasil. Em 2008, esse número era de US\$ 27,1 bilhões e em 2004 era de US\$ 5,6 bilhões. Em cinco anos, esse montante cresceu mais de cinco vezes segundo dados do Censo do setor feito pela FGV. Registre-se, por oportuno, que o fluxo de capital estrangeiro no país para VC/PE bateu recorde em 2007 quando foram comprometidos cerca de US\$ 4 bilhões (ABVCAP, 2017).

O período compreendido entre 2006 e 2014 caracteriza-se pela última etapa de maturação da indústria, com a consolidação de gestoras do período anterior. A captação de novos fundos e a criação de mais de duas centenas de novas gestoras completaram a base do mercado. A indústria do capital de risco brasileira se destaca frente a países do grupo BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul), mas ainda apresenta patamar bem abaixo dos países desenvolvidos, em especial, os Estados Unidos (SÁ, 2017).

A indústria de *venture capital* na América Latina bateu recorde em 2017, os investimentos superaram US\$ 1 bilhão pela primeira vez, uma alta de 128% na comparação com o ano anterior, sendo o Brasil o principal destino desse capital, com 45,4% dos investimentos — US\$ 859 milhões em 133 negócios, seguido pelo México, com 23,7% dos investimentos — US\$ 80 milhões em 59 acordos, segundo dados da Associação Latino-Americana de *Private Equity* e *Venture Capital* (GOMES, 2018).

Grande parte do capital investido dedicou-se a marketplaces (34%), transportes (20%) e fintechs (20%) e um dos possíveis motivos para o grande crescimento registrado no ano de 2017 foi a entrada de 25 investidores globais na América Latina, como *SoftBank*, *The Rise Fund*, *Telstra Ventures* e *Rethink Education*. A região também tem atraído a atenção de empresas de tecnologia que buscam expandir suas operações, como Facebook, Amazon, Spotify, Netflix, Google, Uber e Airbnb (GOMES, 2018).

Para Lima (2018), o hodierno aparecimento dos primeiros "unicórnios" brasileiros, jargão empresarial a empresas avaliadas por investidores em US\$ 1 bilhão ou mais (NuBank e

99), no primeiro trimestre de 2018 e a recente oferta pública de ações de empresas de tecnologia (PagSeguro, NetShoes, Banco Inter, entre outros), demonstram que há maturação de nosso ecossistema de investimento em capital de risco, com empresas cada vez mais robustas e financiadas em distintas fases e estágios de desenvolvimento.

3.3 ASPECTOS CONCEITUAIS E CARACTERÍSTICAS

Capital de risco, capital empreendedor, capital de investimento ou capital de ventura são termos comumente utilizados na língua portuguesa para expressar a modalidade de investimento privado *venture capital*. A origem do vocábulo - francesa ou anglo-saxônica é significativamente imprecisa. De acordo com a ABDI (2011), o termo *venture* foi empregado como um substantivo para "correr riscos" por volta de 1560 e somente adquiriu o significado de "empresa com natureza de empreendimentos" em meados de 1580.

Capital de risco pode ser definido como uma modalidade de investimento empresarial, que tem o escopo de financiar empresas e apresenta fortes reflexos em sua gestão (APCRI, 2004). Trata-se de uma operação financeira que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debêntures conversíveis, bônus de subscrição, etc.), com o objetivo de auferir vantagens expressivas de capital a médio e longo prazo (ABVCAP, 2015).

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2005), o objeto de investimento do mercado de *venture capital* são empresas jovens de capital fechado e que possuem alto potencial de crescimento devido a sua natureza inovadora. A maioria são empresas de caráter tecnológico que criam novos modelos de negócios ou produtos. Estas empresas possuem características que as distinguem das demais empresas no que concerne a política financeira, mensuração de desempenho, avaliação e cálculo de capital.

Para Silva e Bueno (2002), a indústria de capital de risco se caracteriza em identificar e apoiar inovações de setores estratégicos da economia de elevado risco-retorno que outros agentes tradicionais de financiamento não ousariam considerar. O diferencial dessa indústria está na sua particular competência em captar recursos junto a investidores de longo prazo, em administrar riscos relativos aos novos investimentos, agregando valor a esses empreendimentos antes de seu desinvestimento por meio da remuneração dos investidores.

Sousa (2008) relata que esta modalidade de investimento privado envolve diretamente um grupo empreendedor, detentor de um projeto ou ideia e um grupo provedor de capital. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de

esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os aportes de capital são voltados para aquisição de participações em empresas não listadas em bolsa de valores e que, portanto, ainda não tenham realizado oferta pública de ações (BNDES, 2017).

Nesse viés, o capital de risco pode ser sintetizado através do entendimento do Ministério da Ciência e Tecnologia (2004):

Capital de Risco caracteriza-se como uma forma híbrida de apoio financeiro e gerencial às pequenas e médias empresas de base tecnológica e/ou empreendimentos com forte potencial de crescimento. Constitui-se em participações temporárias, minoritárias e sem qualquer garantia real, objetivando ganhos de capital elevados na ocasião do desinvestimento. A forma de financiamento sempre se dá pela participação minoritária no capital das pequenas e médias empresas, de forma temporária, isto é, por prazo determinado entre as partes. As partes poderão acertar uma composição gerencial na qual o investidor venha a assumir uma posição ativa na administração da empresa, por exemplo, com assento no Conselho de Administração e/ou na gestão da empresa. Ressalta-se mais uma vez que, em nenhuma hipótese, o investidor terá qualquer tipo e garantia, ou seja, nem a empresa investida, nem seus sócios, assumem o compromisso de reembolsar o investidor pelos recursos aplicados (BRASIL, 2004, p. 32).

A participação nessas empresas pode ser realizada tanto por companhias de participações, gestores, por meio de fundos de investimentos estruturados para esta finalidade ou, ainda, por investidores individuais que disponham de capital para investir nestas atividades. Os investidores, geralmente, reúnem-se em empresas com figura jurídica própria, adquirem cotas/ações destas empresas, bem como realizam o resgate de seus investimentos após um determinado lapso temporal previamente acordado (CODEMEC, 2014).

O papel desempenhado pelos investidores em capital de risco é destacado por Sahlman (1990), visto que estes envolvem-se diretamente na gestão dos negócios por meio da participação no conselho e retenção de direitos econômicos sob o resultado da empresa aportada. Deste modo, não se trata de um mero prestamista, mas de um novo sócio, em que se assume integralmente os desafios do mercado e que pode resultar na perda total do capital investido (APCRI, 2004).

Para Van der Berghe e Levrau (2002), o investidor de risco constitui recurso para as empresas tecnologicamente inovadoras, portanto, seria admissível que esses acionistas viessem participar no seu monitoramento. A existência de assimetria de informação em operações *venture capital* conduz ao surgimento de riscos de agência e legitima a atuação desses investidores na gestão do negócio, ao contrário do que ocorre em investimentos tradicionais feitos por meio de bancos e fundos de previdência.

Para Kirilenko (2001), investimentos *venture capital* geralmente ocorrem em cenários nos quais as empresas investidas muitas vezes não apresentam rentabilidade e/ou produto. Deste modo, o investimento é viabilizado através de instrumentos jurídicos que assegurem direitos de votos diferenciados para investidores, como forma de assegurar a transformação do talento do empreendedor em empresas, produtos e mercados produtivos. A distribuição desproporcional de direitos de controle acionário decorre, portanto, de uma situação caracterizada por um problema de seleção adversa.

Segundo Hsu (2004) há um desafio para o investidor concordar com o investimento, especialmente quando a reputação do empreendedor não é conhecida, situação em que seria necessário utilizar-se de uma estrutura contratual específica para evitar problemas de agência. Sob este prisma, o empreendedor concede desconto no preço de suas ações, a fim de poder acessar os recursos do investidor que goza de melhor reputação no mercado. A reputação diferenciada, chamada de "filiação", seria uma espécie de benefício, que justificaria a aceitação mais rigorosa das condições propostas por certos investidores.

Para Chang (2004) e Florin (2005), as empresas financiadas por respeitáveis capitalistas de risco desfrutam dos efeitos da reputação destes, contribuindo para o crescimento e colocação de suas respectivas ações no mercado. La Rovere (2001) aponta que as alianças estratégicas construídas e viabilizadas por intermédio da rede de relacionamentos do capitalista de risco, possibilita o acesso de tais empresas a recursos sociais, técnicos e comerciais que, de outro modo, levariam anos para serem acumulados.

Ademais, Chang (2004) assinala que esses relacionamentos contribuem para a legitimidade das empresas iniciantes, reduzindo a desconfiança do mercado e melhorando o desempenho das mesmas. Capitalistas de risco promovem a aceleração do crescimento das empresas, com o objetivo de obter uma rápida liquidez de seus investimentos para, assim, investirem em outras empresas promissoras. Portanto, o investimento via risco mostra-se fundamental para as empresas de base tecnológica, que dispõem de ideias e projetos, mas não necessariamente do capital para promovê-los.

Nesse sentido, observa-se que dentre os mecanismos alternativos à inovação de empresas, o financiamento *venture capital* é pródigo à maturação e expansão de novos empreendimentos, na medida em que há uma sinergia de ações - alocação de recursos financeiros, apoio gerencial, crescimento e/ou fortalecimento de pequenas e médias empresas tecnológicas e, conseqüentemente, fomento à inovação, empreendedorismo e desenvolvimento econômico sustentável de países e instituições.

3.4 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO

Os estágios de investimento entre *venture capital* e *private equity* estão diretamente associados ao estágio de vida organizacional da empresa. A elevada possibilidade de retorno e taxa de crescimento são condições necessárias para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e o risco associado ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Ademais, tem-se que para as diversas fases do ciclo de vida de uma empresa tecnológica, desde a sua criação até a sua consolidação e, por conseguinte, devido as características e peculiaridades de cada etapa do empreendimento, como por exemplo, maturação, valor de mercado e risco dos recursos investidos, há a identificação de um investidor adequado nestes distintos estágios de ideação, crescimento e solidez, conforme observa-se na Figura 2:

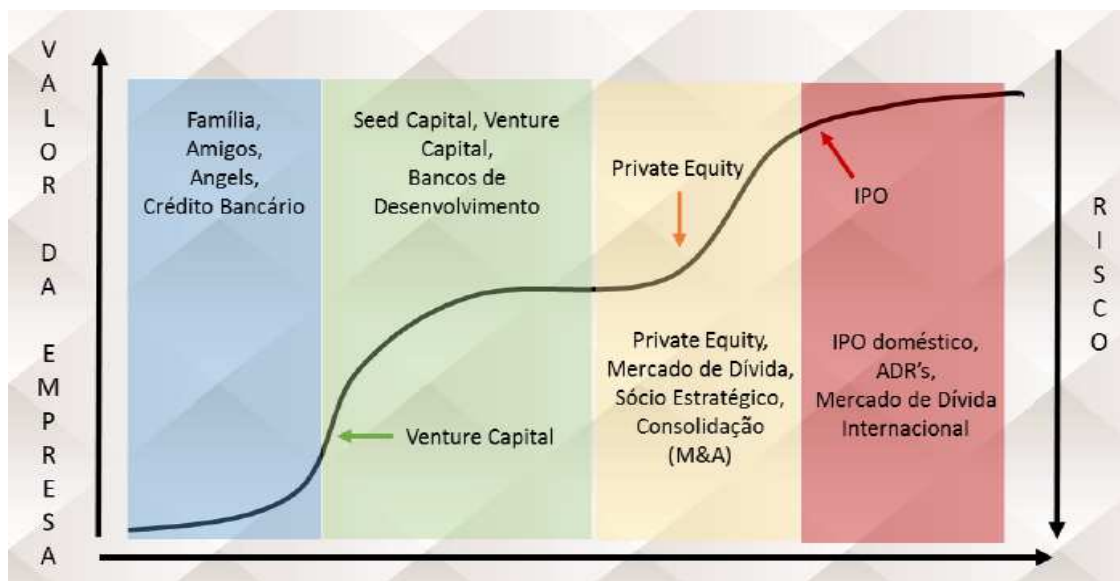


Figura 2 - Modalidades e estágios de investimento VC/PE.

Fonte: IMMC (2015).

A classificação dos estágios e modalidades de investimento do capital de risco não são matérias unânimes na doutrina. Para os fins deste trabalho, utilizar-se-á a divisão adotada no 2º. Censo Brasileiro sobre a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (2010) pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e Fundação Getúlio Vargas (FGV), onde o parâmetro utilizado se refere exclusivamente ao ciclo de vida da empresa, sem qualquer relação com seu faturamento ou estrutura acionária, consoante Quadro 2:

| Estágio da empresa/ investimento | Perfil da empresa |
|---|---|
| Estágio Inicial | |
| <i>Seed capital</i> | Empresa em fase de concepção, pré-incubação ou incubação. Investimento inicial em pesquisa de produto/serviço ou teste de conceito (<i>proof of concept</i>). Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc. |
| <i>Start-up</i> | Conceito do produto já testado. O investimento é usado para continuar o desenvolvimento e teste do produto/serviço e iniciar o esforço de marketing. O produto/serviço ainda não está colocado comercialmente no mercado. Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc. |
| Desenvolvimento | |
| <i>Venture Capital – Early Stage</i> | Produto/serviço já desenvolvido (<i>beta test</i> já completo e aprovado). O investimento é usado para o início da comercialização e a empresa já se encontra em fase operacional, embora ainda não tenha atingido o ponto de equilíbrio (<i>break-even</i>). Nesta fase, normalmente, realiza-se o primeiro investimento “clássico” de <i>venture capital</i> propriamente dito (<i>first stage ou first round financing</i>). |
| <i>Venture Capital – Later Stage</i> | A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que possa ser suportada pela geração interna de caixa para ampliar a comercialização, melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva, etc. A empresa pode ou não ter atingido o ponto de equilíbrio. Nesta fase, no modelo “clássico”, normalmente novos investimentos de <i>venture capital</i> são esperados na empresa (<i>second e third rounds financing</i>) |
| Expansão | |
| <i>Private Equity – Growth Stage</i> | Investimento em uma empresa relativamente madura, utilizado para expandir ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados ou financiar aquisições. |
| <i>Private Equity – Later Stage</i> | Investimento usado para reestruturação de companhias em estágios avançados de desenvolvimento. Pode ou não incluir aquisição de controle. |
| <i>Distressed</i> | Investimento em uma empresa em grande dificuldade financeira ou situação pré-falimentar, e pode ocorrer em qualquer estágio de vida da empresa ou projeto (de <i>Seed</i> até <i>Private Equity Later Stage</i>). |

Quadro 2 - Classificação ABDI para estágios e modalidades de investimento *venture capital*.

Fonte: GVCepe (2010).

Cada fase da empresa necessita de competências específicas, pois a medida em que esta se expande no decurso do tempo, os desafios modificam-se. Investidores profissionais, como por exemplo, anjos e gestores de *venture capital*, especializam-se em determinado estágio da vida das empresas, visto que na mesma fase os desafios são análogos. Assim, aproveitam os casos similares para escalar oportunidades e solucionar problemas (VENTURA, 2017).

Destaca-se, ainda, que empresas em estágios iniciais de maturação apresentam maiores incertezas e, portanto, estão sujeitas a maiores riscos para os investidores. Deste modo, tem-se

que o volume de capital alocado será sempre proporcional ao risco do negócio. Ademais, para maximizar o retorno dos investimentos, o fornecimento de recursos é realizado em etapas e há a delegação de responsabilidades frente aos empreendedores ao cobrar uma série de metas para garantir as próximas rodadas de investimentos (VENTURA, 2017).

3.5 ATORES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES DE INVESTIMENTO

Segundo Pavani (2002), Albergoni (2006) e a ABDI (2010), a indústria de *private equity* e *venture capital* é composta por quatro atores principais. As empresas, que necessitam de investimentos. Os investidores, fonte de capital. Os veículos de investimento, que congregam recursos financeiros de diversos investidores e as organizações gestoras, que administram os veículos de investimento, criando um mercado para os três precedentes.

A Figura 3 descreve de forma simplificada a relação existente entre os agentes tradicionais de investimento PE/VC:



Figura 3 - Esquema simplificado de um veículo de investimento VC/PE.
Fonte: Base de dados GVCepe - Fundação Getúlio Vargas (2010)

Segundo Faury e Carvalho (2013), o investidor pode ser individual (*angel investor*), corporativo ou institucional, usualmente, Fundos de Investimento em Participações (FIPs). O perfil do investidor diante dos riscos também difere significativamente na formação desta indústria, conforme as características econômicas, históricas e de cultura empreendedora de cada nação. Sob este prisma, observa-se que em comparação aos investidores locais, os investidores de países desenvolvidos possuem um perfil mais agressivo (ABDI, 2010).

Quanto as organizações gestoras, estas realizam a captação de recursos junto aos provedores de capital, os quais comprometem recursos em veículos de investimentos que, por

sua vez, são estruturados e geridos pelas mesmas através da prospecção do mercado na identificação de novas tendências tecnológicas, aquisição de participações acionárias em empresas com potencial de crescimento e acompanhamento do desempenho das companhias ou sociedades limitadas via suporte gerencial, conforme determina a Instrução CVM 578/16.

De acordo com Wassiang (2017), as gestoras são classificadas em: i) independentes, realizam a gestão de recursos de terceiros, mas não pertencem a nenhuma instituição financeira ou empresarial; ii) *corporate venture*, estrutura de corporações ou conglomerados empresariais com o intuito de realizar investimentos em negócios nascentes ou pequenas empresas inovadoras; iii) subsidiárias ou divisões de PE/VC associadas a instituições financeiras e iv) gestores de PE/VC do setor público, pertencentes a instituições públicas que fazem investimentos diretos em empresas como o BNDES.

A participação na companhia ou sociedade limitada é temporária, cujo prazo varia entre 05 (cinco) a 10 (dez) anos, conforme o país, setor de atividade e regulamento dos veículos de investimento. Durante este período, as gestoras oferecem suporte gerencial e estratégico ao empreendedor através de sua expertise e rede de negócios. Findo o prazo, os gestores efetuam a liquidação dos investimentos, restituindo-se os proventos aos investidores, segundo regras de divisão e prioridade de recebimento estabelecida nos documentos de constituição dos fundos.

Os veículos de investimento, por sua vez, congregam recursos financeiros de diversos investidores em empresas nascentes ou em estágios mais avançados de maturidade, mas com grande potencial de crescimento e rentabilidade. A constituição de um veículo implica no registro junto a Comissão de Valores Mobiliários para que se torne operacional. Ademais, são criados com objetivos definidos, prazo determinado e devem compor um portfólio que maximize o retorno e minimize os riscos.

Wassiang (2017) relata que a operacionalização dos investimentos feitos no Brasil pode ocorrer por diferentes veículos legais, de acordo com as características de investimento e investidor. Estruturas estrangeiras, inclusive, operam no país dentro do que é estabelecido em lei, como é o caso das *limited partnerships*. Assim, o capital destinado ao *venture capital* poderá se organizar de diferentes formas na busca de melhores retornos econômicos, seja por uma estrutura condominial (fundos de investimento) ou societária (*holdings*).

Objeto de aporte *venture capital* ou *private equity*, as empresas de orientação tecnológica visualizam neste nicho de regras e estrutura do mercado de capitais uma das poucas saídas financeiras na alavancagem, desenvolvimento e/ou maturação de seus negócios. O ecossistema *venture capital* preenche o vazio existente entre fontes de financiamento para a

inovação (grandes corporações, governo, familiares e amigos do empreendedor) e fontes tradicionais e de baixo custo de capital disponíveis para projetos em curso (ZIDER, 1998).

Albergoni (2006) destaca que essas empresas precisam ter capital fechado, isto é, não listada em bolsa de valores, com potencial de crescimento e valorização dos ativos. As empresas submetem seus planos de negócios a uma companhia de *venture capital*, que avalia o potencial de retorno e negocia o contrato de aporte. Além do recurso financeiro, recebem o suporte gerencial, mercadológico e estratégico da instituição gestora do fundo, de forma a garantir o sucesso do negócio. Findo o período estabelecido em contrato, essas empresas podem realizar a venda para estratégicos ou conforme o grau de maturação atingido, abrir seu capital em bolsa de valores (IPO).

Além das relações estabelecidas entre investidores, organizações gestoras, veículos de investimentos e empresas investidas, temos também nesse ecossistema de *venture capital* outros agentes interdependentes que trabalham de forma cooperativa para o pleno desenvolvimento desse mercado, como investidores anjo, prestadores de serviços, entidades de fomento e apoio, instituições governamentais, universidades, incubadoras, aceleradoras, entidades representativas do setor como as associações de gestores ou de investidores, etc.

A atuação conjunta desses atores é essencial para o progresso das distintas relações sociais e negócios da indústria. Regulamentação clara e eficaz é importante para o funcionamento do mercado, mas seu alcance depende também de estudos sobre o setor, quantidade e diversidade de instituições envolvidas, políticas públicas que subsidiem e estimulem a atividade, bem como de organizações de apoio que fortaleçam a relação entre os distintos atores - arranjo institucional.



Figura 4 - Ecossistema de atores VC/PE.

Fonte: adaptado pelos autores de Ferrary e Granovetter (2009).

A ABDI (2010) classifica os atores interdependentes deste ecossistema em 03 (três) grandes grupos no Brasil:

Prestadores de Serviço – Incluem escritórios de advocacia, auditoria, consultorias, bancos de investimento, boutiques de assessoria financeira e fusões & aquisições, provedores de tecnologia, etc. Entre outras funções, estes prestadores de serviços levam propostas de negócios para as organizações gestoras, auxiliam na estruturação do negócio e na negociação entre a organização gestora e o empreendedor, executam e auxiliam o processo de diligência (*due diligence*), e colaboram com a implementação de melhorias operacionais nas empresas investidas, etc.

Entidades de Representação, de Apoio e Fomento Não-Governamentais – Têm como objetivo desenvolver a indústria Brasileira de PE/VC por meio de atuação institucional, pesquisa e publicações, base de dados sobre a indústria, mobilização das organizações gestoras, desenvolvimento de profissionais qualificados e atividades relacionadas. Neste grupo, destacamos a Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* (ABVCAP), e, o Centro de Estudos em PE/VC da FGV-EAESP (GVcepe).

Instituições de Apoio e Fomento Governamentais – Desenvolvem o empreendedorismo voltado para PE/VC, o investimento de PE/VC e participantes da criação do veículo como gestores de PE/VC. Neste grupo, destacamos a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), Financiadora de Estudos e Projeto (FINEP), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) (ABDI, 2010, p. 55).

3.6 CICLO DE INVESTIMENTO

Investimentos *venture capital* possuem um ciclo composto por 4 (quatro) grandes fases. De modo simplificado, este fluxo segue o cumprimento das seguintes etapas: alocação de recursos de investidores no mercado; seleção e execução de investimentos; monitoramento do desenvolvimento do negócio e, por fim, a saída ou desinvestimento do aporte outrora realizado. A Figura 5 ilustra a sequência de etapas que ocorrem num processo de investimento dos Fundos de Investimento em Participações na empresa alvo:



Figura 5 - Ciclo do investimento VC/PE.
Fonte: GVCespe (2010).

a) Captação de recursos

Independente da modalidade escolhida, a captação de recursos inicia-se a partir de uma decisão estratégica. Após a constituição do FIP, a instituição gestora buscará recursos junto a potenciais investidores no mercado. A aplicação de recursos financeiros por investidores individuais ou institucionais em fundos de investimento em *venture capital* está intrinsecamente relacionada a reputação da equipe gestora, que por sua vez, estará baseada no histórico de retornos obtidos (ALBERGONI, 2006 *apud* BOCATTO, 2002).

b) Seleção e execução de investimentos

Na fase de pesquisa e avaliação, o gestor do fundo efetuará uma prospecção de oportunidades de investimento junto ao mercado e que se ajustem a política de investimento do Fundo de Investimento em Participações. Durante o referido processo, analisam-se distintas companhias ou sociedades limitadas para identificar aquelas com maior probabilidade de auferir lucro e retorno aos cotistas em médio e longo prazo (CANTIDIANO, 2017).

Sendo as empresas selecionadas, a organização gestora avaliará os planos de negócios elaborados por estas, os quais poderão ser atrativos ou desestimulantes para a realização do negócio. As empresas aprovadas nos requisitos de viabilidade passam para a fase de análise pormenorizada dos aspectos mais exteriores da empresa-alvo, conhecido como *due diligence* preliminar, que envolve estudos sobre a situação do mercado, público alvo, concorrência, aspectos jurídico-legais, dentre outros requisitos (WASSINANG, 2017).

Nesse viés, definida as potenciais empresas promissoras pela gestora, há na sequência o cumprimento de um rito entre as partes até a conclusão do investimento, quais sejam: assinatura de uma proposta não vinculante (*term sheet*); celebração de um acordo de confidencialidade; processo de auditoria (*due diligence*); e, por fim, assinatura do acordo de investimento propriamente dito. Estes, por sua vez, serão oportunamente analisados no último capítulo.

c) Monitoramento

O envolvimento das instituições gestoras na definição de estratégia, aconselhamento financeiro e utilização da rede de conhecimentos contribuem muito para a alavancagem e sucesso do empreendimento aportado. A indústria de *venture capital* tem auxiliado o desenvolvimento de padrões de governança corporativa em empresas não listadas em bolsa de

valores. Deste modo, além de trazer maior transparência, reduz os riscos do negócio, aumenta o seu valor e contribui para a sua perenidade (BRANCHI, 2011).

O acompanhamento da empresa poderá ser mais ativo (*hands-on*), onde o gestor discute ideias, utiliza sua rede de contatos no estabelecimento de parcerias e indica, por exemplo, o diretor financeiro na empresa investida. Por outro lado, há gestores que preferem desempenhar um papel mais passivo no negócio (*hands-off*), por meio de reuniões de conselho periódicas. Todavia, independentemente do nível de envolvimento, buscará o gestor estabelecer um relacionamento saudável e um ambiente propício para o crescimento da empresa investida até a data do desinvestimento (IMMC, 2015).

d) Desinvestimento

O desinvestimento ou liquidação é a última fase do ciclo de financiamento do capital de risco. Por desinvestimento entende-se a venda da totalidade da participação detida pelos fundos de *venture capital* geridos pela organização gestora, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio, já que esta modalidade de alocação de recursos destina-se a investimentos de médio e longo prazo, ou seja, com duração estipulada (BRANCHI, 2011).

O prazo de retirada alterna-se consoante o grau de amadurecimento da empresa investida, o segmento e setor em que está incluída, o perfil do investidor e o prazo de duração do fundo, conforme estipulado em seu documento de constituição. De acordo com o Instituto Mineiro de Mercado de Capitais (2015), as estratégias de saída mais comuns de um investimento em capital de risco são:

Oferta pública inicial – é a estratégia de saída mais sofisticada, mas nem todas as empresas investidas preencherão os requisitos para uma oferta pública inicial, ou IPO na sigla em inglês, de sucesso. A saída por um IPO depende de outros aspectos, como o momento da economia e o apetite dos investidores do mercado de capitais por empresas semelhantes à empresa investida;

Venda para investidor estratégico – por meio desta saída, a empresa investida é alienada a uma terceira empresa que enxerga na operação um valor agregado, quer seja ganho de sinergia entre a empresa compradora e a investida quer seja a consolidação de um mercado;

Venda para outro investidor de *venture capital* e *private equity* – nessa modalidade o primeiro investidor de *venture capital* e *private equity* vende a sua participação na empresa para outro investidor, que tenha mais recursos disponíveis para investir na *target* e ajudá-la no novo estágio de maturação ou que mais experiência em gestão de empresas maiores;

Recompra da participação do investidor – os sócios recompram a parte adquirida pelo investidor, a preço de mercado. Esta modalidade é conhecida como *put option* e ocorre apenas quando o investidor chega ao estágio máximo de exposição ao risco do investimento (IMMC, 2015, p. 21).

4 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIPs)

4.1 AMBIENTE REGULATÓRIO

Por disposição constante da Lei 10.303/01, a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, possui competência de fiscalizar e disciplinar o mercado de capitais, incluindo, entre outros, os fundos de investimento. Quanto aos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), uma série de regras sobre a sua constituição, funcionamento e administração foram alteradas ao longo de sua vigência no intuito de atender as necessidades regulatórias e os desejos do mercado.

De acordo com a ABVCAP (2017), os fundos de investimento focados de modo específico em participações societárias foram inicialmente regulamentados pela instrução CVM 209, de 25/03/1994, por meio da introdução de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes ("FIEE"). Todavia, a instrução normativa tratou apenas dos investimentos em empresas emergentes, com características e propósitos limitados, não beneficiando àqueles que pretendiam usar a estrutura de fundo para empresas com outras características.

Em 2003, a Comissão de Valores Mobiliários criou o veículo utilizado pelos fundos de *private equity* no Brasil: os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), regulados pela Instrução CVM 391, de 16/07/2003. Nos termos do artigo 2º da referida instrução:

O Fundo de Investimento em Participação (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Em razão de sua política de investimento, estes veículos que já eram corriqueiramente utilizados pelos países desenvolvidos na captação de recursos para investimento em sociedades fechadas com potencial de crescimento e rentabilidade, passaram também a contribuir para o fomento, desenvolvimento econômico e competitividade sustentável das empresas de nosso país, sobretudo, quanto aos mercados e setores intensivos em tecnologia. Neste sentido, Cantidiano (2017) destaca a relevância de sua utilização no cenário nacional:

O FIP tornou-se um instrumento jurídico largamente utilizado no mercado brasileiro, em especial para investimentos em sociedades que desejam obter

recursos no mercado para modernizar suas instalações, desenvolver novos produtos, expandir mercados ou desenvolver seu plano de negócios, permitindo que as sociedades possam captar recursos junto a investidores dispostos a participar da sociedade e assumir o risco do negócio, na expectativa de obtenção de retorno em decorrência da valorização de seus ativos (CANTIDIANO, 2017, p. 432).

Para a ABDI (2011), a instrução CVM 391/03 trouxe maior flexibilidade para o investimento, removendo limitações referentes ao tamanho da empresa investida, que passou a ter a possibilidade de ser aberta ou fechada. Outrossim, regulamentou a participação dos gestores dos fundos nos processos da empresa investida e conferiu liberdade contratual entre os gestores e cotistas da empresa. Entretanto, acabou por engessar o desenvolvimento do mercado ao restringir o investimento em FIPs apenas por investidores qualificados, além de estabelecer R\$ 100.000,00 (cem mil reais) como valor mínimo de subscrição por cotista.

De modo acertado, a instrução CVM 554, de 17/12/14, alterou o conceito de investidor qualificado, através da criação da figura do investidor profissional, bem como suprimiu o valor mínimo para subscrição de cotas dos FIPs. No entanto, fora somente em 2016 que a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações trouxe ao mercado diversas e relevantes alterações, com a revogação das instruções CVM 391/03 e CVM 209/94 e edição das instruções CVM 578 e CVM 579, ambas de 30/08/16.

Nesse viés, com o objetivo de ajustar os antigos entraves legais e de responder aos anseios de seus participantes, a instrução CVM 578/16 trouxe algumas novidades. Dentre elas, destaca-se a ampliação dos ativos passíveis de investimento, a classificação do FIP quanto ao estágio de desenvolvimento da sociedade investida e a distinção de forma mais clara e objetiva sobre a atuação, responsabilidades e obrigações dos principais prestadores de serviços do fundo: o administrador fiduciário e o gestor de recursos.

4.2 CARACTERÍSTICAS GERAIS

De acordo com a instrução normativa CVM 578/16, estes fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado, com o objetivo de adquirir 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, com efetiva participação e influência no processo decisório da sociedade investida¹.

Na composição de sua carteira de investimentos, o FIP deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido nos ativos mencionados no artigo 5º da referida instrução, com exceção para o FIP - Infraestrutura ("FIP-IE") e o FIP - Produção Econômica Intensiva em pesquisa, Desenvolvimento e Inovação ("FIP-PD&I"), cujo investimento em debêntures simples está limitado ao máximo de 33% (trinta e três por cento) do total do capital subscrito do fundo². Adicionalmente, cabe investimento em cotas de outros Fundos de Investimento em Participações ou em cotas de Fundos de Ações - Mercado de Acesso, desde que atendido o limite mínimo de 90% (noventa por cento).

Quanto os ativos emitidos ou negociados no exterior, o FIP poderá alocar, regra geral, até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito³. Todavia, o FIP-Multiestratégia é destinado exclusivamente a investidores profissionais que não possuem esta limitação, podendo alcançar até 100% (cem por cento) de seu capital subscrito, desde que: i) haja previsão expressa em seu regulamento quanto à possibilidade de investimento em ativos no exterior e o respectivo percentual máximo do capital subscrito que poderá ser alocado; ii) o regulamento seja explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores profissionais; e iii) o fundo utilize o sufixo "Investimento no Exterior" em sua denominação⁴.

A instrução permite ao FIP o investimento em empresas até 35% (trinta e cinco por cento) de seu patrimônio líquido sem que desenvolva obrigatoriamente efetiva influência na política estratégica da sociedade investida. No entanto, o limite será de 100% (cem por cento) durante o prazo de aplicação dos recursos, estabelecido em até 6 (seis) meses contados de cada um dos eventos de integralização de cotas previstos no compromisso de investimento, bem como no período de desinvestimento do fundo em cada companhia investida⁵.

Ao lado destas considerações, tem-se que o Fundo de Investimento em Participações não poderá obter recursos por meio de empréstimos, salvo quando provenientes de organismos de fomento ou bancos de desenvolvimento, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), limitado ao

¹ Artigo 5º da instrução CVM 578/16.

² Artigo 11, § 1º da instrução CVM 578/16.

³ Artigo 12 da instrução CVM 578/16.

⁴ Artigo 18, § 2º da instrução CVM 578/16.

⁵ Artigo 7º, § 1º da instrução CVM 578/16.

montante de 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo, cujos recursos orçamentários sejam provenientes e controlados majoritariamente por um ou diversos governos.

As cotas do FIP deverão ser ofertadas a investidores qualificados, os quais, de acordo com a Instrução CVM 554/14 são: i) investidores profissionais; ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão) e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM, como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios e, ainda, iv) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados⁶.

Por sua vez, são classificados pela Instrução CVM 554/14 como investidores profissionais: i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; v) fundos de investimento; vi) clubes de investimento, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e viii) investidores não-residentes⁷.

Desde que previsto no regulamento, o FIP poderá ter uma ou mais classe de cotas com diferentes direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de gestão e à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo. Ademais, existe a permissão para que o fundo destinado de modo privativo a investidores profissionais possa atribuir em seu regulamento direitos econômico-financeiros adicionais àqueles mencionados previamente.

Na hipótese de os cotistas desejarem se desfazer de suas cotas, é possível a realização da venda de suas cotas por meio da negociação privada ou mercado de balcão organizado, conforme o estágio de investimento em que se encontre. Para que isso ocorra, deve-se observar os termos e condições dos compromissos de investimento referentes à subscrição de suas cotas, bem como os termos e condições dispostos no regulamento de constituição do fundo.

⁶ Artigo 9º-B da instrução CVM 554/14.

⁷ Artigo 9º-A da instrução CVM 554/14.

De acordo com a Instrução CVM 578/16, o fundo deverá participar do processo decisório da companhia investida através da detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas ou pela adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e gestão, notadamente, por meio da indicação de membros ao Conselho de Administração. Busca-se, deste modo, criar valor para a companhia, por meio do desenvolvimento de seu negócio, bem como pela implementação de práticas de governança corporativa.

Neste contexto, a instrução apresenta lista expressa dos requisitos mínimos de governança corporativa das companhias fechadas, quais sejam: 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, acordo 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 registrados na CVM⁸.

Deveres, hipóteses de substituições e vedações de conduta do administrador e gestor no exercício diligente do fundo encontram-se devidamente previstos na referida instrução. Dentre as atribuições do administrador, destaca-se a divulgação aos cotistas e a CVM de informações trimestrais, semestrais e anuais quanto ao patrimônio líquido do FIP, composição do portfólio, número e classe de cotas emitidas, composição e diversificação da carteira de investimentos, demonstrações contábeis acompanhadas dos relatórios dos auditores independentes e do administrador e gestor sobre as operações e resultados do fundo.

Além das informações divulgadas em periodicidades pré-estabelecidas, deverá ainda disponibilizar aos cotistas e a CVM informações eventuais sobre o fundo, como edital de convocação e outros documentos relativos as assembleias gerais, sumário das decisões tomadas em assembleias, prospecto, material publicitário e anúncios de início, bem como qualquer ato ou fato levante relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos integrantes de sua carteira.

⁸ Artigo 8º da instrução CVM 578/16.

Identificada esta situação, o administrador deve, prontamente, enviar comunicado do fato a CVM e a todos os cotistas do fundo (CVM, 2014).

Poderá ser constituído, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos com atribuições fiscalizatórias, informacionais ou de ingerência na composição do portfólio do FIP, os quais não poderão ser remunerados às expensas do fundo, exceto quando de livre iniciativa do administrador ou gestor⁹. As atribuições, composição e os requisitos para convocação e deliberação também deverão estar previamente estabelecidos no documento de constituição.

4.3 CLASSIFICAÇÃO DOS FIPS

A Instrução CVM 578/16 consolidou a regulação das diferentes categorias existentes de Fundo de Investimento em Participações (Empresas Emergentes, Infraestrutura e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação) e ainda criou duas novas categorias: Capital Semente e Multiestratégia. O Quadro 3 representa de forma resumida as 5 atuais categorias e respectivas características de acordo com a composição de sua carteira:

| Categoria | Tipos de Sociedades Investidas | Foco das Sociedades Investidas | Deve observar as práticas de governança do art. 8? | Limite para Inv. no Exterior (% do capital subscrito) |
|---------------------|---------------------------------------|---|---|--|
| Capital Semente | S.A e Ltda. | Micro, pequeno porte e startups | receita bruta anual da investida: < que R\$ 16 mm: dispensada < que R\$ 300 mm: parcialmente > que R\$ 300 mm: integralmente | Até 20% |
| Empresas Emergentes | S.A | Companhias que apresentem receita bruta anual de até R\$ 300 milhões/ano | receita bruta anual da investida: < que R\$ 300 mm: parcialmente > que R\$ 300 mm: integralmente | Até 20% |
| IE e PD&I | S.A | Companhias que desenvolvem projetos em áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal | Sim | Até 20% |
| Multiestratégia | S.A e Ltda. | Sociedades de diferentes tipos e portes | Faz jus as mesmas dispensas das demais | Até 100% |

Quadro 3 - Categorias dos FIPs.

Fonte: Ourique (2017).

⁹ Artigo 38 da instrução CVM 578/16.

Ourique (2017) ressalta que com exceção das categorias FIP - Infraestrutura e FIP-PD&I, as quais foram criadas por força de lei em função dos setores específicos de atuação, a proposta da Comissão de Valores Mobiliários fora de relacionar o estágio de desenvolvimento das companhias a serem investidas, de modo que cada uma dessas categorias apresentassem atributos condizentes a tais questões (porte, receita, práticas de governança corporativa, etc.), além de ser mais saudável e eficiente para o desenvolvimento do mercado.

O FIP - Capital Semente¹⁰ tem como foco a aquisição de participações em companhias ou sociedades limitadas que tenham 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 três exercícios sociais. Em decorrência de tal estágio de desenvolvimento, ficam estas empresas dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no artigo 8º da Instrução CVM 578/16.

Por outro lado, o FIP - Empresas Emergentes¹¹ constitui-se pela aquisição de participações em companhias ou sociedades limitadas um pouco mais desenvolvidas quando comparadas às micro e pequenas empresas da categoria anterior e desde que tenham 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 três exercícios sociais.

Embora não estejam em fase tão inicial quanto o FIP – Capital Semente, dispensa-se determinadas práticas de governança corporativa previstas no artigo 8º da Instrução, quais sejam: (i) a proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; (ii) 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; e (iii) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

No tocante ao FIP - Infraestrutura (FIP-IE) e FIP - Produção Econômica intensiva em Pesquisa Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I)¹², estes deverão manter seus patrimônios líquidos investidos em títulos de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação nas áreas de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal.

¹⁰ Artigo 15 da instrução CVM 578/16.

¹¹ Artigo 16 da Instrução CVM 578/16.

¹² Artigo 17 da instrução CVM 578/16.

Estes fundos têm o prazo de 180 (cento e oitenta) dias após a obtenção do registro de funcionamento na Comissão de Valores Mobiliários para iniciar suas atividades e enquadrar-se no nível mínimo de investimento estabelecido na aludida Instrução. Nesse sentido, oportuno mencionar que o referido prazo também se aplica para a reversão de eventual desenquadramento resultante do encerramento de projeto no qual o fundo tenha investido.

Adicionalmente, tanto o FIP-IE quanto o FIP-PD&I deverá ter, no mínimo, 5 (cinco) cotistas, sendo que cada cotista não poderá deter mais de 40% (quarenta por cento) das cotas emitidas pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I ou auferir rendimento superior a 40% (quarenta por cento) do rendimento do fundo¹³. Além disso, não podem realizar investimentos em sociedades limitadas e devem cumprir os requisitos de governança corporativa estabelecidos na Instrução.

Na última categoria, o FIP - Multiestratégia¹⁴ não se classifica nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas. Estes fundos poderão fazer jus às dispensas previstas no FIP - Capital Semente e FIP - Empresas Emergentes, desde que atendam aos requisitos previstos quanto as empresas por ele investidas, com a possibilidade de investir até 100% (cem por cento) de seu capital subscrito em ativos no exterior, porém, neste caso, destinados exclusivamente a investidores profissionais.

4.4 CONSTITUIÇÃO, ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DO PORTFÓLIO

Na constituição de um Fundo de Investimento em Participações, o administrador, pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários e desde que atenda às exigências da instrução CVM 558/15, define uma tese de investimento e busca investidores qualificados no mercado. Indubitavelmente, o propósito é adquirir participações societárias em empresas ainda em fase de desenvolvimento e/ou com grande potencial de crescimento na sociedade.

Cantidiano (2017) ressalta que a previsão de uma política de investimento bem definida nos Fundos de Investimentos em Participações constitui ponto fundamental para a indústria de *venture capital* e *private equity*, uma vez que a referida política mais do que um mero mecanismo de obtenção de novos recursos para as sociedades, comumente está associada às competências do gestor e às áreas em que pode agregar maior valor e conhecimento, proporcionando crescimento e a estruturação das sociedades investidas.

¹³ Artigo 17, parágrafo 5º da instrução CVM 578/16.

¹⁴ Artigo 18 da instrução CVM 578/16.

A captação de recursos materializa-se com o apoio de instituições financeiras, usualmente bancos, distribuidoras e corretoras, relacionadas ou não ao administrador, através da venda de cotas. Com a soma dos valores aplicados pelos investidores, o fundo investirá os recursos no mercado financeiro e de capitais, por intermédio de um profissional especializado, o gestor de carteira, que poderá ser o próprio administrador ou um terceiro contratado, nos termos dos artigos 32 e 34 da instrução CVM 578/16¹⁵.

Lobo e Potenza (2016) relatam que ao contrário do que ocorre com as *limited partnership* nos Estados Unidos, em que o *general partner* fica responsável tanto pela gestão do portfólio quanto pela administração do fundo, no Brasil houve a segregação das figuras do administrador fiduciário e do gestor de recursos por meio da edição da instrução CVM 558/15, com o escopo de propiciar maior eficiência na representação legal do fundo e respectivas atividades organizacionais, quanto na prospecção de oportunidades de investimentos.

Por conseguinte, investidores, gestor e administrador negociam um documento de constituição para o fundo, o regulamento, de modo a prever os direitos e obrigações de cada uma das partes no âmbito do fundo, além de objetivos, política e período de investimento, prazo de duração e possibilidade de liquidação antecipada, as categorias de ativos financeiros em que poderá investir, taxas que cobrará pelos serviços prestados e outras regras gerais de participação e organização, etc. (CVM, 2014).

A integralização das cotas ocorrerá na medida em que o administrador do FIP identifique a necessidade de recursos para investimento em potenciais companhias do portfólio ou para o pagamento de despesas e encargos. Assim, o capital permanece com os investidores até que o gestor realize uma chamada de capital junto aos cotistas do fundo, mediante a integralização das cotas subscritas nos respectivos termos de compromissos de investimentos e boletins de subscrição (LOBO; POTENZA, 2016).

A operação do fundo está sujeita a registro prévio junto a CVM, o qual será concedido mediante o protocolo dos seguintes documentos e informações: i) documento de constituição do fundo, obtido por meio de uma deliberação do administrador do fundo; ii) o regulamento do fundo; iii) declaração prestada pelo administrador do fundo sobre a celebração de contrato como gestor da carteira de investimentos e outros prestadores de serviços do fundo; iv) a divulgação

¹⁵ Nos termos do Artigo 32 e 34 da Instrução CVM 578/16: "Art. 32. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo". "Art. 34. A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos dela integrantes, desempenhada por pessoa jurídica credenciada como administrador de carteiras de valores mobiliários pela CVM".

de documentos utilizados para a distribuição de quotas; e , conforme o caso v) o prospecto; e vi) o número de inscrição do fundo no cadastro nacional da pessoas jurídica - CNPJ¹⁶.

Tem-se, então, que uma vez constituído o Fundo de Investimento em Participações, acrescentado do registro de funcionamento junto a CVM e com os referidos boletins de subscrição e compromissos de investimento celebrados, passará a operar com as figuras do administrador, responsável pelas atividades de organização e manutenção do fundo, o gestor, responsável pela identificação de oportunidades de investimento e o comitê de investimento, se houver, com as competências dispostas no respectivo regulamento (CANTIDIANO, 2017).

4.5 CAPITALIZAÇÃO DE FUNDO *VENTURE CAPITAL*

Os fundos de *venture capital* no Brasil eram disciplinados anteriormente pela instrução CVM 209/94 e estavam limitados aos Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes ("FIEE"). Contudo, revogada pela Instrução CVM 578/16, passaram a contar também com a figura dos Fundos de Investimento em Participação - Empresas Emergentes ("FIP-EE") e dos Fundos de Investimento em Participação - Capital Semente ("FIP - Capital Semente").

Como discorrido na parte introdutória deste capítulo, uma das grandes inovações apresentadas por esta instrução foi a permissão de investimentos pelo FIP - Capital Semente em companhias ou sociedades limitadas, desde que estas apresentem receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais.

As sociedades limitadas investidas pelo FIP - Capital Semente, contanto que mantenham tal limite de receita bruta anual, não necessitam seguir as práticas de governança exigidas pela referida instrução. Todavia, caso excedam o limite referido, as investidas pelo FIP - Capital Semente devem, em até 2 (dois) anos contados da data de encerramento do exercício social em que apresentem receita bruta anual superior ao referido limite, atender ao disposto no artigo 8º, incisos III, V e VI da Instrução CVM 578/16, enquanto a sua receita bruta anual não exceder R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) ou atendê-la integralmente, transformando-se em sociedades por ações, caso a sua receita supere o montante referido.

As companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP - Capital Semente não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato

¹⁶ Artigo 2º da instrução CVM 578/16.

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. No entanto, esta regra não se aplica quando a companhia for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis desse Fundo de Investimento em Participações não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas¹⁷.

Por outro lado, as companhias investidas pelos FIP - Empresas Emergentes 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. As companhias investidas pelo FIP - Empresas Emergentes estão dispensadas de seguir algumas práticas de governança corporativa previstas no artigo 8º, incisos I, II e IV da Instrução CVM 578/16.

Todavia, caso após o investimento pelo fundo a receita bruta anual da companhia investida exceda o limite de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), a companhia também deverá atender a todas as práticas de governança previstas no artigo 8º da mencionada Instrução 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.

As companhias investidas pelo FIP - Empresas Emergentes 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\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. No entanto, assim como no FIP - Capital Semente, esta regra não se aplica quando a companhia for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis deste não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas¹⁸.

4.6 ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS

A maioria das decisões administrativas e de investimento dos fundos são tomadas pelo próprio administrador ou gestor de carteira de recursos mobiliários. Entretanto, a regulamentação aplicável estabelece um rol taxativo mínimo de matérias que compete

¹⁷ Artigo 15, parágrafo 3º da instrução CVM 578/16.

¹⁸ Artigo 16, parágrafo 3º da instrução CVM 578/16.

privativamente aos cotistas deliberar em assembleia geral, como aprovação anual das demonstrações financeiras, alterações no regulamento, aumento nas taxas de administração e performance, destituição ou substituição do administrador ou gestor, emissão de novas cotas, fusão, incorporação, cisão, transformação ou eventual liquidação do fundo.

A Instrução CVM 578/16 contempla as regras relacionadas à convocação, instalação e deliberação da Assembleia Geral de Cotistas, sendo que esta deverá ser convocada na forma estipulada no regulamento do fundo, pelo administrador, por iniciativa própria ou mediante solicitação de cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas subscritas pelo fundo, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, com a descrição do local, data, hora e os assuntos a serem discutidos e votados oportunamente¹⁹.

A assembleia se instala com a presença de qualquer número de cotistas²⁰. Todavia, somente poderão votar os cotistas do fundo adimplentes e inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano²¹, na forma escrita ou eletrônica, conforme previsão no documento de constituição, sendo que cada cota dá direito a 1 (um) voto e as deliberações são tomadas pela maioria de votos das cotas subscritas presentes²².

Conquanto já previsto na Instrução CVM 555/14 e que poderia ser utilizada de forma subsidiária ao FIP, a Instrução CVM 578/16 determinou que não podem votar e nem fazer parte do cômputo para fins de apuração do quórum de aprovação: o administrador, o gestor, seus respectivos sócios, diretores e funcionários, as empresas ligadas a qualquer desses, assim como os prestadores de serviço do fundo, seus sócios, diretores e funcionários, os cotistas de cujo interesse seja conflitante com o do fundo.

Ademais, para fins de deliberação o regulamento do FIP poderá dispor sobre a possibilidade de as deliberações serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem a necessidade de reunião dos cotistas, existência de uma ou mais classe de cotas com direitos políticos especiais para as matérias que especificar, quórum qualificado ou até mesmo de, no mínimo, 2/3 (dois terços) das cotas subscritas pelos cotistas para determinadas matérias.

¹⁹ Artigo 26, parágrafo 2º da instrução CVM 578/16.

²⁰ Artigo 28 da instrução CVM 578/16.

²¹ Artigo 27 da instrução CVM 578/16.

²² Artigo 29 da instrução CVM 578/16.

5 ESTRUTURA, ACORDOS E CLÁUSULAS CONTRATUAIS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO *VENTURE CAPITAL*

No ordenamento jurídico brasileiro os contratos de investimento em capital de risco são considerados atípicos, visto que não há regramento específico na legislação, concedendo-se a gestora-investida liberdade contratual para atender os seus objetivos, desde que respeitados os requisitos essenciais do negócio jurídico (art. 104 do Código Civil): agente capaz; objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e, forma prescrita ou não defesa em lei.

Todavia, de acordo com Wassinang (2017), na indústria *venture capital* os contratos de investimento ultrapassaram a função de meramente certificar a existência de um negócio bilateral. Estes instrumentos adquiriram contornos muito mais complexos ao servirem como ferramentas de gestão de risco e alocação de interesses na mitigação de problemas de agência entre gestora-investida, já que a propriedade e o controle permanecem a distintas pessoas.

Sendo assim, considerando que negócios de orientação inovativa apresentam alto potencial de crescimento e rentabilidade, mas operam num cenário de elevada incerteza e risco-retorno, gestores de fundos *venture capital* - responsáveis por monitorar e acompanhar periodicamente as empresas aportadas - utilizam-se de uma variedade de provisões contratuais para interferir em fatores de ordem econômico-financeira e controle gerencial da investida e, deste modo, ampliar a segurança dos investimentos realizados.

A respeito, busca-se descrever neste capítulo as espécies contratuais e cláusulas usualmente empregadas nas operações de *venture capital* entre gestora e investida, atrelando-se os distintos interesses desde as tratativas iniciais até a assinatura dos documentos definitivos, onde as regras de alocação de recursos, direitos e obrigações de cada parte são formalizadas para a efetivação do investimento em negócios inovadores e/ou disruptivos.

Para tanto, com o intuito de facilitar a compreensão do tema examinado, separa-se esta sequência de acordos em duas grandes fases: preliminar (negociação) e definitiva (conclusão do investimento). Espera-se, sobretudo, que ao seguir este caminho metodológico, propicie-se um entendimento completo da estrutura e funcionalidade das principais avenças e cláusulas contratuais inerentes a dinâmica do processo de investimento da indústria *venture capital*.

5.1 ACORDOS PRELIMINARES

Na fase de negociação do investimento, estes acordos apresentam uma tentativa preliminar de regular termos e condições para a constituição futura de uma sociedade entre

gestora-investida. Todavia, não representam compromisso para a conclusão do negócio em avaliação até e desde que pareceres favoráveis das auditorias sejam obtidos oportunamente e assim, os documentos definitivos venham a ser celebrados (SANTOS, 2008).

5.1.1 Acordo de Confidencialidade

O acordo de confidencialidade, também conhecido como NDA – *Non Disclosure Agreement* ou acordo de sigilo é comumente o primeiro documento celebrado entre investidores ou gestores e a empresa-alvo durante a fase de negociações e investimento. A tratativa ainda está em prospecção e o fundo de investimento realiza uma primeira avaliação da companhia ou sociedade limitada para averiguar o adimplemento de condições mínimas para o recebimento de futuro aporte de capital (SANTOS, 2008).

Neste cenário, informações confidenciais sobre as oportunidades do negócio são compartilhadas entre as partes. Portanto, através deste documento determina-se que a parte receptora das informações não deverá divulgar, tampouco utilizar-se, em nenhuma hipótese, das informações sigilosas (estudos de marketing, segredos de negócio, know-how, ideias, conceitos, análises, compilações, estudos, informações financeiras, técnicas, operacionais, jurídicas, etc.) de forma oral ou escrita (POTENZA, 2016).

Este instrumento jurídico estabelece a faculdade de incluir uma obrigação de não alinhamento (*non-solicitation*) de sócios, executivos e funcionários pelo potencial investidor, o que impediria este de, caso a transação não seja bem sucedida, contratar os talentos da empresa-alvo. Outrossim, a vigência da obrigação do acordo poderá ultrapassar o prazo da transação comercial e sua violação poderá implicar a aplicação de multa, assim como no ressarcimento à parte contrária por perdas, danos e lucros cessantes (ABVCAP, 2015).

O termo de confidencialidade encontra amparo no Código Civil (Lei Federal n. 10.406, 10 de janeiro de 2002), em sua parte sobre o Direito das Obrigações. Caso as partes não tenham escolhido por manter o próprio termo em sigilo, ou seja, caso elas não tenham incluído a cláusula que impõe o dever de confidencialidade sobre a existência do próprio termo, este poderá ser levado a registro no Cartório de Registro de Títulos e Documentos para trazer maior segurança ao acordo (TORRES, 2017).

5.1.2 Term Sheet

Uma vez iniciadas as conversas preliminares e celebrado o acordo de confidencialidade sobre a empresa-alvo, passa-se a negociar o documento chamado *Term Sheet*, também conhecido como Carta de Intenções ou Memorando de Entendimentos. Trata-se de um pré-contrato, relativamente curto (03 a 10 páginas), cujo objetivo é estipular de forma conceitual os principais termos e condições de cada uma das partes envolvidas na operação, servindo como base prévia para a elaboração dos contratos definitivos (SANTOS, 2008).

Os termos-chave deste instrumento incluem preço por ação, a forma como este será pago pelo investidor, o número de ações a serem alienadas pelo vendedor ou emitidas pela companhia-alvo, restrições à transferência de ações, direitos de registro, estrutura da aquisição, regras de governança, direitos de voto, tamanho de *option pool*, preferência de liquidação, disposições anti-diluição, prazo estimado para a conclusão da auditoria, o período de exclusividade, as regras de confidencialidade, solução de conflitos, etc. (ABVCAP, 2015).

Segundo Filippi e Menezes (2012), quando o investidor realiza investimento numa empresa buscará obter mecanismos de proteção que lhe assegure privilégios especiais, conceda relativa ingerência na administração da sociedade, proteja a sua participação acionária e facilite a sua saída com a maximização de seu retorno. Sendo assim, a recepção de investimento deve ser cercada de uma profunda análise acerca do grau de autonomia e independência que o empreendedor está disposto a ceder, a fim de não perder totalmente o controle e a participação societária na empresa que venha receber injeção de capital.

As disposições do *Term Sheet*, em geral, não são consideradas juridicamente vinculativas e, portanto, inexecutáveis, com exceção das cláusulas relacionadas à confidencialidade, exclusividade, aconselhamento e despesas. Além de estar sujeito a negociações, este documento poderá conter o cumprimento de algumas condições suspensivas antes do encerramento da transação, como por exemplo, a auditoria (LAVCA, 2008). Sugere-se, ainda, que ele contenha os termos críticos que poderão ser abordados sem um eventual Acordo de Acionistas (ANJOS DO BRASIL, 2016).

Sendo assim, uma vez que as partes envolvidas na transação comercial estejam de acordo com as regras e os limites pactuados no supramencionado instrumento, busca-se evitar ou reduzir as chances de desentendimentos, frustrações, disputas desnecessárias ou o surgimento de novas questões a serem discutidas e negociadas durante a preparação dos documentos. Além disso, garante-se que encargos legais envolvidos na elaboração de um contrato vinculativo não sejam incorridos prematuramente.

Considerando a importância deste instrumento nas operações de financiamento de capital de risco, optou-se com base no Guia LAVCA para *Term Sheets* de *Venture Capital* e

Private Equity (2008), na Documentação básica em Operação com Fundos de Participação no Brasil da ABVCAP (2015), Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais da Anjos do Brasil (2016) e na literatura de Lobo e Potenza (2016) descrever as cláusulas comumente utilizadas num *Term Sheet*. Naturalmente, estas cláusulas não são taxativas, na medida em que se ajustam diante das particularidades de cada negociação.

5.1.2.1. Duração do período de auditoria

A auditoria (*due diligence*) é de suma importância em operações de investimento *venture capital*, dado que auxilia os investidores a identificar os riscos emergentes que possam alterar as premissas de preço pleiteadas nas ofertas originais, aportando, assim, estabilidade no fechamento de preços e rentabilidade futura. Para fins de *term sheet*, cabe mencionar a sua implementação, escopo e prazo, no intuito de evitar desentendimentos futuros quanto à profundidade e custos deste processo.

5.1.2.2. Direito de exclusividade

A cláusula de exclusividade, também denominada de *non shop provision*, visa impedir que os sócios da empresa investida, dentro de um limite temporal, iniciem, mantenham ou dêem continuidade a qualquer outra transação que envolva alterações na composição societária ou na transferência de ativos relevantes da companhia durante o processo de negociações. Deste modo, concede-se exclusividade aos investidores nas tratativas com a empresa-alvo sobre o investimento ora pretendido.

5.1.2.3. Direito de não concorrência

No hodierno cenário empresarial, as pessoas-chave são por vezes tão ou mais valorizadas que os ativos essenciais das empresas. Sócios, acionistas ou administradores adquirem ou apresentam no exercício de suas funções relevantes destaques de liderança ou conhecimentos estratégicos nas atividades produtivas, os quais passam a ser entendidos como variáveis para a competitividade, desenvolvimento, lucro e sucesso dos empreendimentos.

Nos financiamentos *venture capital*, o quadro não é excepcional. Segundo Menezes e Alexandrino (2013), o maior patrimônio de uma empresa em estágio inicial é o próprio sócio-fundador. É neste, mais do que na própria companhia, que o investidor credita o sucesso do

negócio e, conseqüentemente, seu investimento. Portanto, torna-se razoável buscar mecanismos de restrição a concorrência desleal.

Nesse sentido, aplica-se a cláusula de não concorrência, adaptação do *non compete clause* do direito anglo-saxão em contratos de investimentos, onde se determina que o sócio-fundador não conduza um negócio concorrente, direta ou diretamente, enquanto pertencer ao quadro social da empresa investida ou imediatamente após a sua retirada. Todavia, para o cabimento e a procedência desta regra, considera-se a observância de alguns pressupostos.

De acordo com Rabay e Martinez (2013), a cláusula só deve ser pactuada para resguardar um legítimo interesse empresarial. Logo, é necessário examinar a atividade do sócio-fundador, os conhecimentos adquiridos e os efeitos potencialmente lesivos do uso desses conhecimentos junto aos seus adversários. Além disso, deve-se especificar a atividade que ficará proibido de exercer durante a restrição que, naturalmente, não poderá ser diversa da atividade exercida na empresa aportada.

Sob este prisma, Nunes (2017) registra que a cláusula de não concorrência deve ser firmada por um prazo determinado, delimitando-se, inclusive, a amplitude geográfica da sua restrição. Para Menezes e Alexandrino (2013), deve-se estipular precisamente qual a penalidade a que o fundador estará sujeito caso venha a descumprir essa obrigação, sem prejuízo da apuração de perdas e danos que a concorrência de modo comprovado vier causar à empresa.

5.1.2.4. Disposições de governança corporativa

Empresas de capital de risco exigem altos padrões de governança corporativa, visto que investidores participam diretamente na estratégia e direção da empresa investida. Nesse contexto, muitas disposições sobre a administração, conselho e acionistas de uma empresa estarão relacionadas no Estatuto Social e/ou no Acordo de Acionistas, a fim de que os mecanismos de desempenho, eficiência econômica, crescimento e confiança do investidor venham a ser alcançados (OCDE, 2004).

Dentre as questões de governança tipicamente cobertas num *term sheet*, destacam-se a estrutura do conselho, em que se estabelece a proporção de assentos detidos pelos fundadores e investidores na Diretoria e Conselho de Administração. Dessarte, tem-se que de acordo com a forma sob a qual a empresa se constitui, haverá diferentes quóruns de aprovação. Além disso, consoante o tipo de participação que o investidor detém, haverá diferentes direitos de voto e veto na estratégia de controle do investimento (ABVCAP, 2015).

A rigor, investidores buscam proteger-se em relação a alteração do objeto social, falência, distribuição diferenciada de dividendos, encerramento ou liquidação da empresa e obtenção de dívidas acima de um determinado valor, mudança de controle, novas rodadas de investimento abaixo de um valor. No que tange ao direito de veto, tem-se que o investidor pode garantir, via cláusula contratual, que certas matérias venham a sujeitar-se ao seu voto ou do voto de uma determinada classe de ações (ANJOS DO BRASIL, 2016).

5.1.2.5. Preço (*valuation*)

Espera-se antes de definir um *quantum* de investimento que o valor econômico de uma empresa esteja determinado. Segundo Tenório Filho (2015), o processo de avaliação do preço (*valuation*) está mais para uma arte do que para uma ciência exata e reúne uma série de fatores, como o estágio e urgência da tecnologia, tamanho, existência de concorrentes e produtos ou processo similares no mercado, tração, experiência dos fundadores e dos demais integrantes da equipe, cenário econômico, dentre outros.

As ferramentas usadas para precificação diversificam-se entre avaliadores e depende do perfil, porte, setor e estágio de desenvolvimento em que a empresa-alvo se encontra. Não há um rol taxativo de métodos de avaliação de negócios, mas, inegavelmente, quanto mais inicial e embrionária, maior o risco e menor o preço a ser aportado. Abordagens comuns à avaliação de empresas incluem a avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação patrimonial, múltiplos de mercado e ebitda com projeção de 3 anos.

De acordo com Lobo e Potenza (2016), há duas formas técnicas distintas para se referir ao valor de uma empresa: avaliação pré-investimento (*premoney valuation*) e a avaliação pós-investimento (*postmoney valuation*). Basicamente, nesta considera-se a avaliação pré-investimento acrescida do montante a ser realizado pelo investidor, enquanto que naquela a empresa está sendo avaliada pelo investidor na data de injeção de capital, antes do investimento.

Outra questão no âmbito do preço diz respeito a possibilidade de se incluir ou não na avaliação a base total diluída de ações (*fully diluted basis*). Essa fatia do capital é conhecida como *option pool* e se refere a uma porcentagem do capital social da empresa-alvo reservada para distribuições, ao longo de um determinado período de tempo, na forma de opções de compra de ação, a seus empregados e executivos. Nos termos da Lei das Sociedades Anônimas, cabe à assembleia geral definir os critérios do plano de opção de compra de ações (*Stock Option Plan - SOP*) (ABVCAP, 2015).

5.1.2.6. Restrições à transferência de ações

As restrições à transferência de ações existem para que os acionistas de uma sociedade não transfiram livremente suas participações societárias sem antes oferecer aos demais sócios a oportunidade de adquiri-las ou de vendê-las ao mesmo tempo. Nesse sentido, as principais cláusulas para implementar as restrições à transferência de ações são:

a) *Drag e Tag Along*

A cláusula de venda conjunta obrigatória (*drag along*) determina que os acionistas minoritários numa operação de alienação de quotas/ações são obrigados a vender suas respectivas participações acionárias. Trata-se de um direito dos acionistas majoritários de "arrastar" os demais acionistas no caso de venda a terceiro, evitando-se, assim, que um acionista minoritário bloqueie a venda de uma empresa que já tenha sido aprovada pelo controlador ou pela maioria coletiva dos acionistas existentes (ABVCAP, 2015).

O direito de arrastamento está destinado a proteger a conduta discricionária do acionista majoritário diante de uma oferta de compra. Todavia, reconhece-se, igualmente, a benesse desta provisão contratual junto aos acionistas minoritários, pois com este tipo de cláusula exige-se que o preço, os termos e as condições sejam homogêneos, de modo que os pequenos acionistas possam obter condições favoráveis de vendas que, de outra forma, seriam inatingíveis.

Este cenário evidencia-se na aquisição de companhias fechadas em que os potenciais investidores queiram adquirir a totalidade do capital social da companhia para não ter que lidar com os minoritários após a sua aquisição (LOBO; POTENZA, 2016). O fato é que o investidor de *venture capital* realiza um investimento já pensando em desfazer-se futuramente de suas ações. Portanto, é natural prever dispositivos que aumentem a liquidez e a chance de realização de seus desinvestimentos (TAVARES; MENEZES, 2013).

Todavia, considerando que operações de investimento buscam equilibrar os interesses entre investidores e empreendedores, não se pode deixar de reconhecer que a inclusão desta cláusula poderá trazer prejuízos no desinvestimento ao sócio empreendedor. Diante disso, recomenda-se prever um *valuation* mínimo da companhia para o exercício da cláusula de *drag along* pelo investidor, cujo modelo poderá ser baseado num múltiplo financeiro (receita/Ebitda, etc.) da companhia (TAVARES; MENEZES, 2013)

Em contrapartida, a cláusula de venda conjunta (*tag along*) estabelece o direito de venda de ações dos acionistas minoritários quando o acionista majoritário estiver negociando a venda

de sua participação. Trata-se de um direito dos acionistas minoritários de "seguirem" o acionista majoritário em caso de oferta de compra de ações feita por um potencial investidor, ainda que parcialmente. Dessarte, exige-se que o acionista majoritário inclua a participação do minoritário nas negociações, nos mesmos termos e condições da oferta. (GARRIDO; COELHO, 2016).

Direitos de *tag along* são utilizados, principalmente, para proteger o acionista minoritário, na medida em que oferta a estes acionistas a possibilidade de capitalizarem um acordo que, de modo geral, apenas acionistas como fundos de capital de risco, com influência considerável de negociação são capazes de reunir. Diante disso, a provisão do direito de "seguir" permite ao acionista minoritário que retire-se da sociedade e capitalize a sua opção.

b) Direito de preferência

O direito de preferência está associado à situação em que uma das partes receba uma oferta para alienar suas quotas/ações, seja de terceiros ou de algum outro sócio da investida (LOBO; POTENZA, 2016). Nesse sentido, observa-se pelo menos dois tipos de cláusulas que instituem o direito de preferência com distintas formas e aplicações, quais sejam: direito de primeira recusa (*right of first refusal* - "ROFR") e direito de primeira oferta ou prioridade de aquisição (*right of first offer* - "ROFO").

A cláusula de direito de primeira recusa ("ROFR") determina que caso um acionista tenha interesse em transferir suas ações, os demais acionistas terão o direito de adquirir essas ações nas respectivas proporções societárias, pelo mesmo preço, termos e condições ofertadas ao comprador potencial, dentro de um determinado período (ANJOS DO BRASIL, 2016). O titular deste direito poderá adquirir as ações igualando, ao final, a maior oferta (SEIXAS, 2017).

Inegavelmente, esta cláusula traz vantagens significativas ao adquirente, que poderá participar de futuras negociações, maximizando o retorno de seus lucros (SEIXAS, 2017). Todavia, esta posição torna-se um tanto quanto impopular e tende a ser evitada, pois, por vezes, acaba por afastar o investidor diante de uma oferta de ações que conceda direitos preemptórios aos demais acionistas, dificultando a liquidez dessas ações com a depreciação dos valores de transação (LAVCA, 2008).

De acordo com Botrel (2016), a contratação do direito de preferência pode interferir drasticamente na liquidez das ações, bem como reduzir o seu valor. Isso ocorre porque terceiros potencialmente interessados na aquisição das ações ofertadas muitas vezes se recusarão a investir tempo e recursos na elaboração da melhor proposta que poderiam apresentar se

souberem que, apesar de todo seu esforço, subsiste a grande chance de não concretizarem o negócio em função da preexistência de direito da preferência.

A cláusula de prioridade de aquisição ("ROFO"), por outro lado, consiste no direito do sócio em receber a primeira oferta caso alguém queira vender sua participação societária na sociedade (FEIGELSON et al., 2018). Ademais, cumpre ressaltar que tanto a "ROFR" quanto a "ROFO" exigem que uma condição específica seja cumprida para criar este direito. Caso o beneficiário dessas cláusulas não resolva exercer seu direito dentro do prazo determinado, os privilégios criados por meio destas deixam de existir e o empreendedor ou a empresa investida poderão realizar a transação pretendida.

c) *Lockup*

A cláusula de indisponibilidade ou período de indisponibilidade busca "bloquear" que empreendedores ou investidores realizem determinadas condutas na empresa por um acordado período. Esta disposição contratual se traduz na vedação tanto do ingresso de terceiros na sociedade quanto na transferência de ações, inclusive, entre os próprios acionistas e mostra-se de suma importância para os participantes do negócio e para o desenvolvimento sustentável de uma empresa que receba aporte de capital (ANJOS DO BRASIL, 2016).

Nesse sentido, em razão dos riscos inerentes as operações de investimento, a manutenção do empreendedor do negócio é preocupação daquele que injeta capital numa companhia, visto que o investidor muitas vezes baseia sua decisão na força da experiência técnica e administrativa do fundador (FILIPPI; MENEZES, 2012). Esta permanência mínima é vital para a maturação e desenvolvimento de produtos e/ou processos da empresa e, portanto, sua organização administrativa deve ser preservada.

Este instrumento também é comumente estipulado para evitar a entrada de desconhecidos no negócio ou que ocorra o aumento de capital social daqueles que já fazem parte do empreendimento, com a consequente alteração no quórum de deliberações (VIEIRA, 2017). Do mesmo modo, auxilia os gestores em problemas de liquidez enquanto o capital é direcionado em outros tipos de ativos, sem se preocupar com o resgate de ações.

À luz destas considerações, cumpre salientar que o "período de bloqueio" de cada investidor diversifica de acordo com sua data de investimento pessoal e o lapso temporal de aplicação, geralmente, segue o padrão de 03 a 05 anos (VIEIRA, 2017). As partes podem estabelecer, se desejarem, sanções ao acionista infrator, inclusive a alienação compulsória de

suas ações aos demais acionistas a um valor pré-determinado, desmotivando aquele que deseja retirar-se antes do previsto (ANJOS DO BRASIL, 2016).

5.1.2.7. Preferência na liquidação

Segundo Lobo e Potenza (2016), depois do preço, a preferência na liquidação (*liquidation preference*) é o aspecto econômico de maior importância negociado em operações de investimento, já que esta impacta diretamente na forma como os valores resultantes de um evento de liquidação serão distribuídos entre os acionistas. Estes eventos são determinados via acordo de acionistas ou até estatuto social e conferem guarida aos riscos assumidos pelos investidores em cada rodada de investimento (ANJOS DO BRASIL, 2016).

Tem-se, então, que a preferência na liquidação pode ser definida como o capital que deve retornar aos investidores, detentores de ações preferenciais, antes dos demais acionistas, detentores de ações ordinárias, não somente nos casos de falência ou encerramento das atividades empresariais, mas também nos eventos de liquidez presumida da empresa-alvo, como fusão, aquisição, alteração de controle, venda de ativos, dentre outros (LAVCA, 2008).

O valor de preferência poderá ser igual ao valor do investimento efetuado ou um múltiplo do mesmo, podendo, ainda, estar sujeito a outras especificações legais semelhantes às especificações de um resgate e, embora exista variações, os resultados remanescentes costumam ser ordinariamente divididos após o pagamento da preferência na liquidação entre os demais acionistas na modalidade de participação total (*full participation*) ou limitada (*capped participation*) (LAVCA, 2008).

Na participação total, após os detentores de ações preferenciais receberem seu valor de liquidação, os valores excedentes são divididos proporcionalmente, em conformidade com a porcentagem de ações entre os demais acionistas, detentores de ações ordinárias, como se suas ações fossem convertidas em ações ordinárias. Contudo, na participação limitada, após o pagamento do valor de preferência de liquidação, estes participam na distribuição dos demais valores como se suas ações preferenciais fossem convertidas em ações ordinárias, mas com a diferença de que a participação estará limitada a um certo valor (LOBO; POTENZA, 2016).

5.1.2.8. Mecanismos anti-diluição

A diluição consiste na redução da participação societária devido ao aumento do número total de quotas ou ações em processos de fusão, aquisição, incorporação ou conversão de valores

mobiliários (NUNES, 2016). Por tais razões, mecanismos de anti-diluição se fazem necessários num contexto de aumento de capital social mediante a emissão de ações não subscritas proporcionalmente pelos sócios existentes e, em especial, quando o preço de emissão das novas ações é inferior ao valor das ações já existentes. (ANDRADE, 2017).

É de se observar, contudo, que a legislação estabelece limites aos aumentos de capital, restringindo, por exemplo, a emissão de ações com preço de emissão inferior ao valor nominal. Outrossim, impõe determinados critérios a serem observados para a fixação do preço de emissão (art. 170, §1º e incisos, Lei nº 6.404/1976 – Lei das Sociedades por Ações), bem como veda a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrever as novas ações (ANDRADE, 2017).

Nesse sentido, respeitadas as disposições legais, investidores usualmente exigem previsões contratuais que neutralizem ou limitem a possibilidade de dissolução de seus investimentos. Dentre as cláusulas anti-diluição baseadas no preço de emissão de ações, criou-se um mecanismo pelo qual os investidores venham a ser compensados por meio de uma participação societária maior na companhia, seja pela compensação total (*full ratchet*) ou pela média ponderada (*weighted average*).

Na compensação total, caso haja a emissão de ações em rodada subsequente, em que se contempla um preço por ação inferior ao pago pelo investidor na rodada anterior, a taxa de conversão das ações preferenciais em ordinárias deverá ser reajustada, de modo que o investidor tenha as mesmas condições dos novos investidores que pagaram um valor menor por suas ações. Todavia, por implicar diluições consideráveis para fundadores e investidores, esta orientação é pouco usual na prática (LOBO; POTENZA, 2016).

Não que tange à média ponderada (*weighted average*), as participações societárias são recalibradas de acordo com o tamanho e preço da rodada de investimento que implicou a diluição. A recalibragem é possível por meio de uma fórmula estipulada em contrato e, em ambos os casos, o reajuste dos valores ocorre pela conversão das ações preferenciais em ações ordinárias a preços favoráveis ao antigo investidor (LOBO; POTENZA, 2016).

5.1.2.9. Resolução de conflitos

A arbitragem é um método extrajudicial de solução de conflitos e teve seu procedimento regulado no território nacional por meio da Lei 9.307/96, recentemente alterada pela Lei 13.129/15. Este mecanismo de resolução de contendas tem sido cada vez mais utilizado em contratos de investimentos através da inclusão de cláusula arbitral ou compromisso arbitral ao

estabelecer, podendo ser determinada antes, pela cláusula arbitral ou após o surgimento da questão controvertida, pelo compromisso arbitral.

Como assinala Paulo Vitor de Sousa Tavares (2014):

A arbitragem é a técnica mais utilizada de solução de litígios fora do âmbito da esfera judiciária. É uma instituição privada, instalada exclusivamente por vontade das partes, devendo essas serem capazes, pela qual as pessoas utilizam para dirimir conflitos quanto a direitos disponíveis (as partes possam legalmente dispor), a contrata, confiando aos juízes arbitrais (imparciais), que podem ser indicados pelas partes, nomeados por juiz ou consentidos por elas em indicação de terceiro. Esses vêm a julgar esse conflito de interesses conforme seu duto entendimento, lhe dando uma sentença, tendo força de coisa julgada como na justiça comum (TAVARES, 2014, p. 08).

Neste íterim, cabe esclarecer que, cláusula compromissória e compromisso arbitral constituem espécies distintas do gênero convenção de arbitragem. César Fiúza (1995, p. 106-107.) define a cláusula compromissória como "o pacto acessório pelo qual as partes convêm em submeter à jurisdição arbitral as disputas que surjam no transcorrer de determinada relação jurídica, em termos genéricos, sem menção à espécie de litígio nem ao nome dos árbitros". E, Buzaid (1958, p. 13) conceitua o compromisso arbitral como "o ato pelo qual as partes capazes de contratar podem louvar-se em árbitros, mediante documento escrito, a fim de que resolvam uma controvérsia".

Para Valério (2002), a gradativa aceitação e consolidação da arbitragem como método efetivo, célere e especialização para solucionar conflitos confirma a necessidade dos cidadãos e das empresas por uma alternativa ao serviço prestado pelo Poder Judiciário. Esse quadro é coerente e vem ao encontro do momento atual de busca pelo livre mercado, com o fortalecimento do princípio da liberdade de iniciativa e da autonomia da vontade, garantidos pela Constituição Federal de 1988.

De acordo com Moretti e Oliveira (2018), a arbitragem é uma opção a ser considerada na relação gestora-investida em razão de algumas vantagens: sigilo do procedimento arbitral, celeridade na obtenção de uma solução para um conflito (sentença arbitral), especialidade dos árbitros e um bom custo-benefício. Todavia, a cláusula arbitral vincula as partes, logo, se escolhida, não poderão as partes resolver o conflito na justiça comum, salvo se renunciarem de comum acordo. Por este motivo, imprescindível uma análise profunda quanto esta opção.

5.2 ACORDOS DEFINITIVOS

Uma vez concluído os termos da negociação realizados no *term-sheet* e desde que os pareceres favoráveis quanto as auditorias (*due diligence*) legal, financeira e contábil, necessárias a natureza do negócio em questão, tenham sido alcançados, as partes estarão prontas para celebrar os instrumentos definitivos para o aporte de recursos na empresa-alvo.

Como regra geral, os documentos definitivos devem abordar, pelo menos, as regras do investimento e de governança corporativa, declarações e garantias, direitos políticos do minoritário e restrições à transferência de ações. A estrutura da negociação relacionada previamente no *term sheet*, será agora abordada detalhadamente e, não raro, repetidas em três principais documentos: Acordo de Investimento, Acordo de Acionistas e Estatuto Social.

Observa-se que, independentemente do *nomen juris* dado aos documentos que consolidam as provisões contratuais estabelecidas no *term-sheet*, a formalização desses dispositivos em diferentes documentos societários busca garantir que cada direito ou dever poderá ser executado ou reivindicado de maneira mais eficiente pelo modo privado ou judicial. Sendo assim, não serão analisados os pormenores formais de cada um desses documentos, apenas a estrutura e principais atributos desses no processo de investimento *venture capital*.

5.2.1 Acordo de Investimento

O Acordo de Investimento, também denominado de Acordo de Investimento e Outras Avenças ou Contrato de Subscrição ou ainda Contrato de Compra e Venda de Ações, estabelece os termos e condições gerais para a aquisição da participação no capital social da empresa. Via de regra, a data da assinatura desse documento não coincide com a data de fechamento da transação, visto que os investidores normalmente condicionam a operação ao cumprimento de uma série de condições precedentes, como por exemplo, a obtenção de registros ou autorizações governamentais aplicáveis (ABVCAP, 2015).

Nesse instrumento serão implementados, de modo mais detalhado, todos os termos e condições previamente estabelecidos no *term sheet*, bem como a inclusão de declarações e garantias (*representations and warranties*) entre as partes no tocante ao comprometimento com a veracidade das informações prestadas na fase negocial (titularidade das ações da companhia, capacidade para contratar, validade e exequibilidade dos termos contratuais, ausência de violação de lei e de litígios, constituição e situação irregular da companhia, etc.).

De acordo com Santos (2008), o contrato ainda regulamentará os pressupostos de avaliação para fins da fixação do valor do investimento: *valuation method*, ponderação em participações em outras sociedades, previsões relativas a excedentes de caixa quando do

fechamento da operação, etc., assim como a forma de pagamento do preço de compra e venda, que poderá ser à vista, parcelado ou vinculado ao adimplemento pela companhia de metas financeiras pré-estabelecidas (*earn-out*).

As provisões contratuais no Acordo de Investimento servem para endossar os pressupostos da transação, permitindo que, uma vez constatado o descumprimento ou a falsidade de qualquer uma delas, a parte contrária possa requerer a responsabilidade e a indenização sobre eventuais contingências da companhia não registradas e/ou provisionadas quando do fechamento perante as cortes ou um árbitro, conforme previsão contratual.

Convenciona-se, outrossim, restrições a outras tratativas relacionadas ao controle acionário e/ou alienação, cessão, transferência ou arrendamento de direitos e/ou ativos da companhia, compromisso de divulgação dos termos do acordo e das informações a que tiveram acesso as partes, regulação sobre exclusividade, confidencialidade, publicidades sobre o presente acordo e mecanismo de solução de controvérsias.

5.2.2 Acordo de Acionistas

O Acordo de Acionista em observância ao artigo 118 da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) e com base na prévia negociação refletida no *term sheet*, regulamentará em diversas e extensas cláusulas as bases de governança das sociedades por ações, tendo por objeto os direitos e obrigações dos acionistas entre si e perante a companhia, paralelas ao instrumento de sua constituição, enquanto perdurar o vínculo societário, dado que respeitam apenas os sócios que o celebram, sem interferir no ente coletivo.

Em outros termos, de acordo com Feigelson, Nybo e Fonseca (2018):

Um acordo de acionistas costuma delinear as regras de relacionamento entre si, hipóteses de venda de participação societária (como o *tag along*, *drag along* e direitos de preferência) e os mecanismos de operacionalização desses institutos, regras para convocação de reuniões ou assembléias e a maneira de exercícios de votos, determinação dos órgãos societários e a forma de seu funcionamento, matérias que demandam determinados quóruns de votação, diluição resultante de investimentos e mecanismos antidiluição (*full ratchet e weighted average*), distribuição do capital social, como serão reguladas hipóteses de *down round*, composição e membros dos órgãos societários, direitos, hipóteses de eventos de liquidez e a consequente distribuição dos proventos, obrigações de reporte dos administradores, dentre outros (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 19).

O pacto adjacente ao estatuto social não é um documento obrigatório, mas a sua incidência é recomendável na pacificação das relações jurídicas e interesses divergentes dentro

da sociedade, na medida em que faculta o amplo desenvolvimento da empreitada em detrimento dos interesses individuais dos fundadores, investidores ou demais acionistas, bem como serve para mitigar as consequências de eventuais litígios entre as partes quanto aos tipos de ações e respectivos direitos inerentes a sua emissão e transferência.

Segundo Lombello (2006), as matérias que não devam estar obrigatoriamente contidas no estatuto social e que os acionistas prefiram não dar publicidade podem e devem ser tratadas por intermédio de acordo de acionistas, já que não está sujeito a registro na Junta Comercial competente. Todavia, o acordo poderá ser levado a registro, conforme entendimento extraído do art. 32, inciso II, alínea "e" da Lei 8.394/94, inclusive, para que o ato tenha publicidade e seja oponível a terceiros se as partes assim o desejarem.

Feigelson, Nybo e Fonseca (2018) destacam que os instrumentos utilizados para a formalização dos aportes de capital muitas vezes possuem cláusulas que exigem a celebração de um acordo de acionistas no momento em que o investidor ingressa na investida, seja de forma direta ou após a conversão de um título de dívida como o mútuo conversível. Este contrato deverá ser criado ou alterado de acordo com o contrato de investimento celebrado entre as partes e antes da realização do aporte efetivo pelo investidor.

5.2.3 Estatuto Social

O Estatuto Social regulamenta as diversas séries de ações e os direitos inerentes a elas, estruturas de governança corporativa, direitos e obrigações dos administradores, pessoas ou grupos dentro da sociedade, assim como fornecem regras para gestão do cotidiano societário. Algumas das disposições de proteção (*protective provisions*) no Acordo de Acionistas podem estar contidas ou até mesmo repetidas no Estatuto Social, sendo a decisão de incluir termos em um ou em ambos os documentos meramente discricionária (LAVCA, 2008).

O instrumento de constituição é regido pela Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e deve tratar de modo obrigatório das seguintes matérias: (1) Denominação e objeto; (2) Endereço e duração; (3) Capital social, mencionando se tem capital autorizado ou não; (4) Administração; (5) Assembleias; (6) Conselho Fiscal, mesmo que não funcione em caráter permanente; (7) Exercício fiscal; (8) Exercício Social; (9) Destinação do lucro líquido; (10) Liquidação da sociedade.

A lei determina em seu artigo 94 que "nenhuma companhia poderá funcionar sem que sejam arquivados e publicados seus atos constitutivos". Um dos princípios fundamentais das Sociedades Anônimas é o da publicidade oficial. Sendo assim, o estatuto social deverá ser

registrado como documento público na junta comercial competente para que obtenha efeito "*erga omnes*" e produza efeitos tanto para os acionistas da empresa como para terceiros referente toda matéria disciplinada através das deliberações sociais (LOMBELLO, 2006).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na hodierna economia global, a inovação tecnológica reflete a vigorosa incorporação de conhecimentos nas atividades produtivas, que por sua vez, passa a ser entendida como variável estratégica para a competitividade de países e organizações. Entretanto, para que ocorra a promoção sustentável desta cultura desenvolvimentista, forçoso que as empresas tenham condições mínimas de operabilidade a fim de desenvolverem e transformarem seus potenciais de crescimento em realidade para o mercado.

A inovação está intrinsecamente associada ao processo de investimento, mas isso tampouco significa que a capacidade inovativa suceda de modo espontâneo a acumulação de capital. Empresas de base tecnológica enfrentam grandes desafios, especialmente na obtenção de crédito, na medida em que seus atributos, relacionados a incerteza, risco-retorno e elevado prazo de maturação dos empreendimentos mostram-se incompatíveis às exigências e restrições impostas pelo tradicional sistema financeiro.

Nesse contexto, buscou-se apresentar de modo sistematizado a indústria do *venture capital* como mecanismo alternativo de custeio à inovação, esclarecendo-se, outrossim, o surgimento desta indústria nos Estados Unidos e o contexto evolutivo no cenário brasileiro, a dinâmica de investimento, os atores envolvidos nestas operações, com destaque para a estrutura, avenças e cláusulas contratuais usualmente empregadas nesta modalidade de financiamento, desde as tratativas iniciais até a assinatura dos documentos definitivos.

No que tange a questão do ordenamento jurídico brasileiro não dispor sobre particularidades desta modalidade de financiamento e que poder-se-ia ser motivo de questionamento sobre eventual fragilidade e/ou inconsistência dos mecanismos contratuais existentes, tem-se que essa alegação não merece ser acolhida, dado que há regramento pátrio disponível no atendimento do interesse das partes (Constituição Federal, Código Civil, Lei das Sociedades Anônimas, etc.), fornecendo-lhes amparo e segurança jurídica para estas operações.

Observa-se, no entanto, que ao conceder as partes inúmeras possibilidades para instrumentalizarem suas relações de investimento, desde que respeitados os requisitos essenciais do negócio jurídico (art.104 do Código Civil), a funcionalidade dos acordos e das cláusulas contratuais do processo de investimento da indústria *venture capital* mais do que certificarem a existência de um negócio bilateral, servem como ferramenta de gestão na mitigação de custos e riscos entre gestora-investida.

Diante disso, extrai-se que embora a empresa investida busque a expansão do seu negócio a longo prazo, são os investidores através dos gestores de fundos *venture capital* -

responsáveis por selecionar, monitorar e acompanhar periodicamente as empresas aportadas -, que encaram os maiores custos e riscos. Recorde-se que nesse cenário de financiamento para empresas tecnologicamente inovadoras, ao contrário das instituições de crédito, o investidor não é apenas um prestador de serviços, mas um novo sócio.

Além disso, a reputação diferenciada dos investidores também contribui para a legitimidade das empresas em estágios pouco maduros, reduzindo-se a desconfiança e aperfeiçoando a colocação destas no mercado. Portanto, nada mais justo do que utilizarem-se de uma variedade de provisões contratuais com o objetivo de interferir em fatores de ordem econômico-financeira e controle gerencial da investida, potencializando a eficiência e segurança dos valores previamente alocados.

Deste modo, observa-se que a indústria de *venture capital* torna-se viável, uma vez que as cláusulas utilizadas nos contratos de investimento realizam o gerenciamento do risco do negócio e, assim, contribuem não somente para que a indústria se desenvolva, mas também para que possa existir. Os mecanismos de controle demonstram um engrandecimento do direito contratual em suprir um mercado que necessita de segurança jurídica, mas que de igual modo requer consonância com a mutação constante desta modalidade de investimento.

Por outro lado, oportuno destacar que não há como prever no momento da elaboração do contrato todas as possíveis eventualidades ulteriores a sua execução. Destarte, reforça-se a importância do contínuo estudo e debate a respeito do tema, inclusive, na propositura de futuras ou não legislações especiais. É necessário ter cautela para que o mercado *venture capital* não se torne inflexível e prejudicial para as partes, já que os mecanismos de controle adotados nos contratos estão vinculados a características sensíveis de porte de cada empresa e investidor.

A análise dos pactos e cláusulas contratuais presentes nas operações de investimento em capital de risco no Brasil, bem como os efeitos práticos de sua aplicação ainda é escassa, mas imprescindível, pois quando os instrumentos jurídicos maximizam eficiência e segurança jurídica nestas relações negociais, novos atores disponibilizam-se a participar no estabelecimento de futuras parcerias, criando-se um círculo virtuoso da inovação que impacta não apenas no fortalecimento e progresso da indústria *venture capital*, mas, sobretudo, no desenvolvimento econômico sustentável de nosso país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (Brasil) (Org.). **Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores**. 2010. Coordenado por: GVCEPE - Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital*. Disponível em: <<https://goo.gl/EFs9iv>>. Acesso em: 10 abr. 2018.

_____. **A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – 2o Censo Brasileiro**. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. 420 pg. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>>. Acesso em: 10 abr. 2018.

ABSTARTUPS. Incubadora e empresas: o que é e para que serve? Abril 13, 2017. Disponível em: <https://abstartups.com.br/2017/04/13/incubadora-de-empresas-o-que-e-e-para-que-serve/>>. Acesso em: 26 out. 2018.

ABVCAP - Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*. **Como funciona a indústria de *Private Equity*, *Seed* e *Venture Capital*?**. 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/download/guias/2726.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

_____. **Documentação Básica em Operação com Fundos de Participação no Brasil**. 2015. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Guias/3020.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

_____. **Estrutura legal dos fundos de *private equity* e *venture capital***. Publicação Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*. Edição Maio 2017 Coordenação Ângela Ximenes. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

AEVO. Inovação: quais os tipos de *funding* ou financiamento? 2017. Disponível em: <https://blog.aevo.com.br/inovacao-quais-os-tipos-de-funding-ou-financiamento/>. Acesso em: 24 nov. 2018.

ALBERGONI, Leide. **A trajetória recente da institucionalização do *venture capital* no Brasil: implicações para o futuro** / Leide Albergoni.-- Campinas,SP.: [s.n.], 2006. p. 118. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/287526/1/Albergoni_Leide_M.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2018.

ALBUQUERQUE, E. M. Estruturas financeiras, funcionalidade e sistemas nacionais de inovação: notas introdutórias sobre uma articulação necessária. **Nova Economia**, v.6, n.2, p. 113-253, 1996.

ANDRADE, Raphael. **Diluição de participação societária: linhas introdutórias**. Disponível em: <<https://www.andradechamas.com.br/single-post/2017/02/21/Dilui%C3%A7%C3%A3o-de-participa%C3%A7%C3%A3o-societ%C3%A1ria-linhas-introdu%C3%B3rias>>. Acesso em: 08 jul. 2018.

APCRI - Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento. **Guia Prático do Capital de Risco**. 2004. Disponível em: <<https://www.ua.pt/file/43221>>. Acesso em: 19 fev. 2018.

BAÊTA, A. M. C.; BAÊTA-LARA, F. M.; MELO, V. S. Financiamento da Inovação: uma estratégia competitiva. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 8, n. 1, 2006. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/rad/article/view/466>>. Acesso em 26 abr. 2018.

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **A importância do capital de risco para a inovação**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/capital-de-risco/>>. Acesso em: 03 abr. 2018.

_____. **Critérios utilizados para indicação de subvenção econômica**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/>>. Acesso em: 19 fev. 2018.

BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: Aspectos jurídicos e estratégicos**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2016. 696 p.

BRANCHI, Roberto. **Fundos de investimento de *Venture Capital* e *Private Equity***: um estudo sobre a avaliação contábil da carteira de investimentos. Dissertação (mestrado) - Porto alegre, 2011. 100 fl. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/35433>>. Acesso em: 05 fev. 2018.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 15 de jun. de 2018.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil Brasileiro. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 10 jan. 2002. Disponível em: <<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=10406&ano=2002&ato=ac5gXVE5ENNpWT07a>>. Acesso em 15 de jun. de 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 209, de 25 de marco de 1994**, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst209consolid.pdf>>. Acesso em: 04 jun. 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html>>. Acesso em: 04 jun. 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>. Acesso em: 04 jun. 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015.** Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst558.html>>. Acesso em: 04 de jun. de 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>> Acesso em: 04 jun. 2018.

BRASIL. **Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: Acesso em: 04 jun. 2018.

BRASIL. Ministério da Ciência e Tecnologia. Brasil. **Capital de Risco.** Empresa de base tecnológica. Conhecendo o Brasil. Brasil: MCT Brasil - Ministério da Ciência e Tecnologia, 2004. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/ci000133.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2018.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Principles of Corporate Finance.** 8th edition, McGraw-Hill/Irwin, 2005. Disponível em: <https://www.academia.edu/30032518/Principles_of_Corporate_Finance_10th_Edition_Richard_A._Brealey_Stewart_C._Myers_Franklin_Allen>. Acesso em: 24 fev. 2018.

BUZAID, Alfredo. Do juízo arbitral. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 271, set. 1958.

BYGRAVE, W; TIMMONS, J. (1992) **Venture Capital at the Crossroads**, Harvard Business School Press, Boston.

CAMPANI, Carlos et al. **Antera: os desafios do capital empreendedor.** Administração: Ensino e Pesquisa. Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, set-dez, 2016. Disponível em: <http://www.coppead.ufrj.br//pt-br/upload/publicacoes/20170327_professorCH.pdf/>. Acesso em: 31 jul. 2018.

CANTIDIANO, Luiz Eduardo. Fundos de Investimento em Participações. In: **Direito do mercado de valores mobiliários.** 1a edição. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. 1269 p.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro.** São Paulo: Saraiva, 2006, 135 p. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 17 mar. 2018.

CHANG, S. J. Venture capital financing, strategic alliance and the initial public offerings of internet startups. **Journal of Business Venturing** (Elsevier Inc) 19, 2004, p. 721-741.

CODEMEC. Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. **O que é venture capital?** Disponível em: <<https://codemec.org.br/geral/o-que-e-venture-capital/>>. Acesso em: 21 mar. 2018.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fundos de investimento.** Comissão de

Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <<https://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/cadernos/cvm-caderno-03-3ed.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2018.

_____. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. 376p.

ENDERLE, Rogério Antônio. **Capacitação tecnológica e sistemas de inovação: uma abordagem neoschumpeteriana-evolucionária da inserção da indústria gaúcha no atual paradigma tecnoeconômico**. - Porto Alegre, 2012. 212 fl. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2012.

FAGERBERG, Jan. Innovation: a guide to the literature. In.: FAGERBERG, Jan.; MOWERY, David C.; NELSON, Richard R. (Eds.) **The Oxford handbook of innovation**. Oxford: University Press, 2004.

FAURY, Thiago Pinheiro; CARVALHO, Marly Monteiro de. Corporate venture capital: geração e acompanhamento de oportunidades de investimento em empresas inovadoras. **Prod.**, São Paulo, v. 23, n. 4, p. 735-750, Dec. 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-65132013000400006&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 24 mar. 2018.

FEIGELSON, Bruno; NYBO Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FILIPPI, Paula; MENEZES, Rodrigo. *Term Sheet: o primeiro passo para um investimento venture*. **Boletins V.C. & Empreendedorismo**. Edição 122. Dezembro/2012. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/term-sheet-o-primeiro-passo-para-um-investimento-venture/>>. Acesso em: 24 fev. 2018.

FIÚZA, César. **Teoria geral da arbitragem**. Belo Horizonte: Ed. Del Rey, 1995.

FLORIN, J. Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns. **Journal of business Venturing** (Elsevier Inc.) 20, 2005, p. 113-135.

GALIA, F., MANCINI S. & MORANDI, V. (2012) **Obstacles to innovation and firms innovation profiles: are challenges different for policy makers?** Article presented at EURAM 12th Conference, Rotterdam: Holland.

GARRIDO, L.G.; COELHO, G. T. A estruturação do investimento entre aceleradoras e startups no Brasil. In. JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Orgs.). **Direito das Startups**. São Paulo: Juruá, 2016, p. 131.

GII. Global Innovation Index 2018. Disponível em: <<https://www.globalinnovationindex.org/Home>>. Acesso em: 17 jul. 2018.

GOMES, Lucas. Investimentos em *venture capital* mais do que dobram na América Latina, com liderança do Brasil. Revista Época Negócios, 2018. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Empreendedorismo/noticia/2018/06/investimentos-em->

venture-capital-mais-do-que-dobram-na-america-latina-com-lideranca-do-brasil.html.Acesso em: 24 nov. 2018.

GOMPERS, P. (1994) The Rise and Fall of Venture Capital, *Business and Economic History*, 23(2), p.1-18.

_____. e LERNER, J. The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, 2001, p. 145-168.

GORGULHO, Luciane F.. **O Capital de Risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. 1996. 41 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev706.pdf>>. Acesso em: 19 fev. 2018.

GORINI, Marco; TORRES, Haroldo da Gama. **Captação de recursos para startups e empresas de impacto: um guia prático**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015, 224 p.

GUIA DE INVESTIMENTO ANJO & DOCUMENTOS LEGAIS. Anjos do Brasil. 2016. Disponível em: http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf. Acesso em: 19 jun. 2018.

GUIMARÃES, Fabio. A Política de Incentivo à Inovação: Inovação, Desenvolvimento Econômico e Política Tecnológica. **Parcerias Estratégicas**, nº. 9, outubro de 2000. Disponível em: < http://seer.cgee.org.br/index.php/parcerias_estrategicas/article/viewFile/120/114>. Acesso em: 11 jun. 2018.

HSU, David H. What do Entrepreneurs pay for Venture Capital Affiliation? **The Journal of Finance**, v.59, n.4, aug.. Wharton School, Pensilvânia: 2004. Disponível em: <<http://www-management.wharton.upenn.edu/hsu/inc/doc/2015/3.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2018.

IMMC. Instituto Mineiro de Mercado de Capitais. **Guia de Private Equity**. 2015. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Guia-Private-Equity-e-Venture-Capital-IMMC.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2018.

KIRILENKO, Andrei A. Valuation and Control in Venture Finance. **The Journal of Finance**, v.56, n.2, 2001. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/0022-1082.00337>>. Acesso em: 18 mar. 2018.

KOELLER, Priscila. Política nacional de inovação no Brasil: releitura das estratégias do período 1995-2006. 2009. Tese (Doutorado em Economia da Indústria e da Tecnologia) - Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

LA ROVERE, R. L. **Perspectivas das micro, pequenas e médias empresas no Brasil**. Rio de Janeiro: Grupo de Economia e Inovação - Instituto de Economia da UFRJ, 2001, 22 p. Disponível em: <www.ie.ufrj.br/revista/pdfs/>. Acesso em: 10 set. 2018.

LAVCA - *Latin America Venture Capital Association*. **Guia para Term Sheets Capital e Private Equity**. Brasil, 2008. Baseado em “A Guide to Venture Capital *Term Sheets*” da British

Venture Capital Association. Disponível em: < <https://lavca.org/public-policy-impact/termsheets-guidelines/>>. Acesso em: 05 fev. 2018.

LERNER, J. (2001) Yale University Investments Office: July 2000, Teaching Case 9-201-048, Harvard Business School.

LIMA, Guilherme. **O panorama de investimentos *Venture Capital* no Brasil: o que podemos aprender com ele?** 2018. Disponível em: <https://acestartups.com.br/venture-capital-investimentos-brasil/>. Acesso em: 24 nov. 2018.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos *venture capital* e *private equity*: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016, p.276-316.

LOMBELLO, Andréia. Acordo de Acionistas: regulamentação das relações jurídicas de acionistas em Sociedades Anônimas paralelas ao Instrumento de Constituição da S.A. **Boletim Jurídico**. Disponível em: <<http://www.boletimjuridico.com.br>>. Acesso em 09 fev. 2018.

LUNA, F.; MOREIRA, S.; GONÇALVES, A. Financiamento à inovação. In: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. (Orgs.). Políticas de incentivo à inovação tecnológica no Brasil. Brasília: Ipea, 2008, p. 229-262.

MAIA, Mariana; SILVA FILHO, José. Obstáculos a inovação brasileira: uma análise setorial. **Revista Tecnologia e Sociedade**. Curitiba, v. 12, n. 26, p. 135-154, set./dez. 2016.

MAÇANEIRO, Marlete Beatriz. **Fontes de financiamento à inovação: incentivos e óbices às micro e pequenas empresas – estudo de casos múltiplos no estado do Paraná**. Dissertação, 2008. Universidade Federal do Paraná. 176 p. Disponível em: < http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S198492302011000100003&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: 14 jul. 2018.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Revista Gestão de Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan-abr, 2008.

MENEZES, Rodrigo; ALEXANDRINO, Júlio. A cláusula de não competição nos contratos de investimento. **Capital Aberto**. Edição 114 – Fevereiro/2013. Disponível em: Link: <<http://www.capitalaberto.com.br/boletins/vc-e-empreendedorismo-boletins/a-clausula-de-nao-competicao-no-contrato-de-investimento/>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

MILLER, William A.; MORRIS, Langdon. **Fourth generation R&D: managing knowledge, technology, and innovation**. New York: John Wiley & Sons, 1999.

MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antonio Godoy. Startups: aspectos jurídicos relevantes. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, 180 p.

NAKASONE, William Joji. **O financiamento de inovações por meio do *venture capital*: adequação dos instrumentos jurídicos brasileiros**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito

Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. doi:10.11606/D.2.2017.tde-02082017-135430. Acesso em: 25 mar. 2018.

NASCIMENTO, Thiago. **Venture Capital como Instrumento de Financiamento à Inovação: Implicações do Aporte em Startups Brasileiras Capitalizadas pelo Fundo CRIATEC**. 2005. Tese (doutorado): Universidade Federal do Paraná. Tese 2015. 308 p. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/38202/R%20%20T%20%20THIAGO%20CAVALCANTE%20NASCIMENTO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 08 mar. 2018.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – NVCA. **National Venture Capital Association Yearbook 2014**. Washington: Thomson Reuters, 2014. Disponível em: <<https://nvca.org/>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

NUNES, Natália Martins. **A diluição societária e os meios de proteção dos investidores, sócios e acionistas**. Disponível em: <<https://ndmadvogados.com.br/a-diluicao-societaria-e-os-meios-de-protecao-dos-investidores-socios-e-acionistas-startups/>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

_____. **Cláusula de não concorrência: vantagens, possibilidade e riscos**. Disponível em: <<http://ndmadvogados.com.br/empresarial-clausula-nao-concorrencia-vantagens-riscos-startups/>>. Acesso em: 10 ago. 2018.

OCDE. ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **SMEs: employment, innovation and growth**. The Washington Workshop, 1996. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/10/60/2090756.pdf>> Acesso em: 24 jun. 2018.

OCDE. ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Principles of Corporate Governance**. 2004. 69 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2018.

OURIQUE, Bruno de Melo. **Estudo sobre os Fundos de Investimento em Participações no âmbito da Instrução CVM 578/2016**. 68 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em LLM – Mercado Financeiro e de Capitais) Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2017. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11224/1664>>. Acesso em: 28 mar. 2018.

PACHECO, Jean Carlos. **Capital de risco, financiamento e tempo de maturação: um estudo da evolução da indústria de venture capital e private equity, com ênfase em um estudo brasileiro**. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-graduação em Economia. Porto Alegre, 2016. 118 fl.

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

PINTEC. Pesquisa de inovação: 2014 / IBGE, Coordenação de Indústria. – Rio de Janeiro: IBGE, 2016. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv99007.pdf>. Acesso em: 24 jun. 2018.

POTENZA, Guilherme Peres. **Fusões e Aquisições. O instrumento de Aquisição de Empresas do Setor Sucroalcooleiro: uma visão do Comprador Estrangeiro**. São Paulo: Almedina, novembro de 2013.

PROTEC. Subvenção Econômica. Disponível em: <http://www.protec.org.br/secoes/page/20/Subvencao-Economica>. Acesso em 19 fev. 2018.

RABAY, Dario; MARTINEZ, Aldo. A cláusula de não concorrência. **Valor Econômico**. 08.03.2013. Disponível em: http://www.granadeiro.adv.br/template/template_clipping.php?Id=11327. Acesso em: 17 mar. 2018.

SÁ, Miller Gazolla Correa de. O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma Reflexão Sobre o Ecossistema dos Empreendimentos Inovadores a Partir da Visão do Investidor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p.97-120, 18 jan. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/EyDQUc>>. Acesso em: 01 jul. 2018.

SAHLMAN, W. The structure and governance of venture capital organizations. **Journal of financial economics**, North-Holland, v. 27, n. 2, p.473-521, oct.1990.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos Interesses entre Fundos Investidores de PE&VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro**. 2008. Dissertação (Mestrado): Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2373>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

SEBRAE. Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequena Empresa. **Sobrevivência das empresas no Brasil – 2016**. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/sobrevivencia-das-empresas-no-brasil-102016.pdf>>. Acesso em: 24 jan. 2018.

SEBRAE. Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequena Empresa. **Como as incubadoras de empresas podem ajudar o seu negócio**. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/as-incubadoras-de-empresas-podem-ajudar-no-seu-negocio,f240ebb38b5f2410VgnVCM100000b272010aRCRD>. Acesso em: 24 jun. 2018.

SEIXAS, Marcus. **Entenda melhor cláusulas como lock up, first offer e first refusal**. Disponível em: < <http://3s.adv.br/startups/entenda-melhor-clausulas-como-lock-up-first-offer-e-first-refusal/>>. Acesso em: 14 jul. 2018.

SILVA, Jaeder Moraes da, BUENO, José Antonio Pimenta. **Deal Structures em Venture Capital – Uma análise quantitativa**. *Anais do Enanpad*, Salvador, BA: 2002.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juros e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982. Col. Os Economistas.

SOUSA, Sérgio. **Capital Empreendedor**. Curitiba: Juruá, 2008. 220 p.

TAVARES, Marco Antônio; MENEZES, Rodrigo. *Drag along* em operações de *venture capital*. **Capital Aberto**. Edição 120 – Agosto/2013. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/boletins/vc-e-empendedorismo-boletins/drag-along-em-operacoes-de-venture-capital/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

TAVARES, Paulo Vitor de Sousa. Arbitragem no Brasil. In: **Âmbito Jurídico**, Rio Grande, XVII, n. 121, fev 2014. Disponível em: <http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=14424>. Acesso em: 21 set. 2018.

TENORIO FILHO, Paulo. **Fazendo o valuation de um startup early-stage**. 07/12/2015. Disponível em: <https://medium.com/@pauloblob/fazendo-o-valuation-de-um-startup-early-stage-f2b55287bbce>. Acesso em: 18 jul. 2018.

TIGRE, P. B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, n. 3, p. 67-111, jan./jun. 1998.

TORRES, Lorena Lucena. Termo de confidencialidade: o que é e para que serve? **JusBrasil**, 2017. Disponível em: <<https://lucenatorres.jusbrasil.com.br/artigos/508404735/termo-de-confidencialidade>>. Acesso em: 27 mar. 2018.

VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. Cláusula compromissória nos contratos de joint venture. **Revista Jus Navigandi**, ISSN 1518-4862, Teresina, ano 8, n. 66, 1 jun. 2003. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/4175>>. Acesso em: 16 mar. 2018.

VAN DER BERGHE, L.A.A; LEVRAU, Abigail. *The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective*. Volume n. 10, number 3. Oxford: Blackwell Publishers, July 2002.

VENTURA, Rodrigo. **Por que os investimentos de venture capital ocorrem em estágios?** Disponível em: <https://escoladofinanceiro.com/venture-capital-em-rodadas-de-investimento/>>. Acesso em: 16 out. 2018.

VIEIRA, Douglas Souza. **Modalidades de financiamento para inovação**. Disponível em: <<https://profissaobiotech.com.br/modalidades-de-financiamento-para-inovacao/>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

VIEIRA, Lucas Bezerra. A cláusula de "lock up" e as startups. **JusBrasil**, 2017. Disponível em: <https://lucasbz.jusbrasil.com.br/artigos/457736870/a-clausula-de-lock-up-e-as-startups>. Acesso em: 23 jul. 2018.

VIEIRA, Rosele Marques. Teoria da firma e inovação: um enfoque neo-schumpeteriano. **Revista Cadernos de Economia**, v. 21, n. 38: jul/dez. 2017. Disponível em: <http://bell.unopacheco.edu.br/revistas/index.php/rce/article/view/1180>. Acesso em: 05 jul. 2018.

VIOTTI, E. B. Inovação tecnológica na indústria brasileira: um exercício no uso de indicadores de inovação e algumas propostas para seu aperfeiçoamento. **Parcerias Estratégicas**, Brasília, n. 20, p. 907-917, jun. 2005.

ZIDER, B. How venture capital Works. Harvard Business Review, v. 76, n. 6, p. 131-139, 1998.

WANISSANG, Gabriel dos Reis. **O contrato de investimento como ferramenta de alocação de controle econômico e gerencial na indústria de *Venture Capital***. 2017. 67 f., il. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Direito) — Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: <http://bdm.unb.br/handle/10483/17817>. Acesso em: 12 jun. 2018.