

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
DEPARTAMENTO DE DIREITO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

MATEUS ECKERT XAVIER

**SEGURANÇA JURÍDICA NAS OPERAÇÕES DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE*  
*CAPITAL***

Florianópolis

2015

MATEUS ECKERT XAVIER

**SEGURANÇA JURÍDICA NAS OPERAÇÕES DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE*  
*CAPITAL***

Trabalho de Conclusão apresentado ao Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

**Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso Silva Neto**

Florianópolis

2015

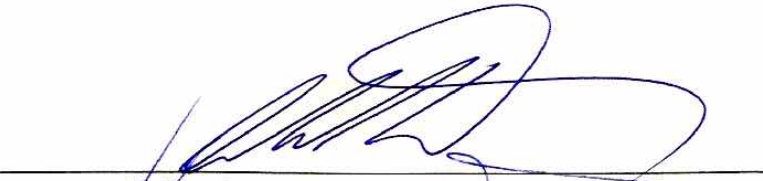


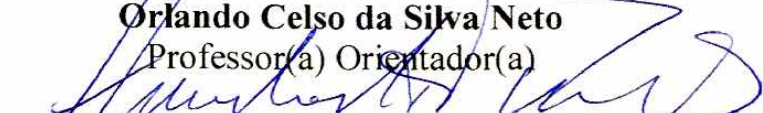
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COORDENADORIA DE MONOGRAFIA  
ATA DE SESSÃO DE DEFESA DE TCC

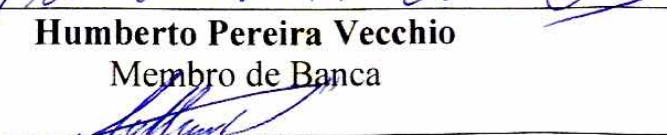
TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado "**Segurança jurídica dos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil.**", elaborado pelo(a) acadêmico(a) **Mateus Eckert Xavier**, defendido em **10/07/2015** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10,0 (dez), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 10 de Julho de 2015

  
\_\_\_\_\_  
**Orlando Celso da Silva Neto**  
Professor(a) Orientador(a)

  
\_\_\_\_\_  
**Humberto Pereira Vecchio**  
Membro de Banca

  
\_\_\_\_\_  
**Arthur Rodrigues Dalmarco**  
Membro de Banca

## AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Elisabeta Roseli Eckert e Jorge Fernandes Xavier, que doaram o melhor do seu Ser para fazer de mim o homem que sou hoje. Sou – e sempre serei – imensamente grato por todo zelo, dedicação e carinho, que refletem o mais profundo amor que uma pessoa pode sentir. Partilho cada triunfo com vocês, pois sei que as minhas vitórias são as nossas conquistas.

Ao meu padrasto, Volnei Medeiros, cuja simplicidade, bondade e verdade tornou-se minha referência de integridade e grandeza.

Ao meu irmão, Eduardo Eckert Xavier, que soube lidar com meu ímpeto combativo da adolescência com compreensão e compaixão, hoje reconheço seu exemplo como fonte do meu amadurecimento.

Ao meu mentor, Antônio Carlos Werner Neto, pelas lições inenarráveis, mas que podem ser sempre sentidas. Mesmo longe, cada dia mais sinto que está perto.

À minha namorada, Bianca Barbato Vieira, cujo amor e companheirismo irradia meus dias e conforta meu sonhos, uma pessoa maravilhosa por quem nutro sentimento ímpar, o qual pode ser traduzido no intenso desejo de construir minha história ao seu lado.

Aos meus amigos da vida, Lucas Rocha Mendes, Joana Alexandrina e Mateus Gundlach Ambros, cuja amizade superou desafios, transcendeu os anos e me faz ter certeza de que estarei sempre bem acompanhado.

Aos meus amigos da academia, na pessoa de Otávio Minatto, que emprestou seu nome para permitir que os livros da biblioteca do Tribunal de Justiça permanecessem comigo ao longo das pesquisas.

Aos meus amigos do trabalho, na pessoa de Marcos Roberto Mueller, que mostrou-se compreensivo diante dos eventuais afastamentos durante os estudos, compartilhou seu conhecimento empírico sobre a indústria de *Venture Capital* e concedeu-me a preciosa oportunidade de fazer parte dela.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto, de quem tive a honra de ser aluno na disciplina de Direito Empresarial, e cujo conhecimento compartilhado despertou em mim, no longínquo penúltimo ano da academia, a paixão pelo Direito. Agradeço por aceitar meu convite e despender seu precioso tempo em prol do meu crescimento intelectual.

*Evita o que perturba a mente e o que a alma esmaga,  
Aprimora a razão, esmera os dotes teus,  
E tu, transpondo, enfim, a prefulgente plaga,  
Tu, entre os Imortais, serás também um Deus.*

*Pitágoras*

## RESUMO

A presente monografia objetiva expor os motivos que dão ensejo à segurança jurídica dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Para o desenvolvimento do tema, utiliza-se o método dedutivo, através da análise de posicionamentos doutrinários, bem como do Código Civil, da Lei das S/A (Lei nº 6.404/1976), Lei nº 6.385/1976 e Instruções Normativas exaradas pela Comissão de Valores Mobiliários. Com a análise das referidas fontes, busca-se apresentar a estruturação do Mercado de Capitais para, após, sob a perspectiva das conjecturas legais, concluir que os veículos de investimento constituídos no Brasil oferecem segurança jurídica aos envolvidos na sua composição e operacionalização. Isso porque a constituição dos fundos sob a forma de condomínio torna-os entes despersonalizados, cujo patrimônio é especial, incomunicável por natureza, e protegido contra dívidas pessoais dos gestores, administradores ou cotistas. Ademais, o ambiente regulatório e autorregulatório do Mercado de Capitais, somado às medidas protetivas adotadas pelos fundos durante as fases de análise, negociação e investimento nas empresas, asseguram a adoção de práticas de governança corporativa que mitigam conflitos de agência e maximizam a consecução dos resultados almejados. Portanto, sob o prisma jurídico, oferece a segurança necessária às operações de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil.

**Palavras-chave:** Capital de risco. Mercado de capitais. *Private Equity*. *Venture Capital*. PE/VC. Segurança jurídica. Auditoria jurídica. *Legal due diligence*. Fundos de investimento. Condomínio. Comissão de Valores Mobiliários. Instruções Normativas.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>1. HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS DO <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>.. .....</b>	<b>11</b>
1.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS.....	11
1.2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO PE/VC .....	12
<b>1.2.1. Nos Estados Unidos .....</b>	<b>12</b>
<b>1.2.2. No Brasil.....</b>	<b>15</b>
1.3. CARACTERÍSTICAS GERAIS DOS FUNDOS DE PE/VC .....	20
<b>1.3.1. Realização de investimentos em diversos estágios.....</b>	<b>21</b>
<b>1.3.2. Alto risco do investimento .....</b>	<b>25</b>
<b>1.3.3. Longo prazo de duração .....</b>	<b>25</b>
<b>1.3.4. Grande assimetria informacional .....</b>	<b>25</b>
<b>1.3.5. Baixa liquidez.....</b>	<b>26</b>
<b>1.3.6. Intervenção nas deliberações das sociedades investidas.....</b>	<b>26</b>
<b>2. ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL.....</b>	<b>25</b>
2.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS.....	27
2.2. ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS SOB A FORMA DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS .....	28
<b>2.2.1. Sociedade em Conta de Participação.....</b>	<b>29</b>
<b>2.2.2. Sociedade em Comandita Simples .....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.3. Sociedade Anônima .....</b>	<b>33</b>
2.3. ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS SOB A FORMA DE CONDOMÍNIO .....	35

2.3.1. Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) .....	36
2.3.2. Fundo de Investimento em Participações (FIP) .....	39
2.4. REGIME TRIBUTÁRIO E PATRIMONIAL DOS FMIEE E FIP .....	43
2.4.1. Tributação sobre ganho de capital .....	43
2.4.2. Unidade patrimonial .....	45
<b>3. SEGURANÇA JURÍDICA NA OPERAÇÃO DOS FUNDOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL .....</b>	<b>48</b>
3.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS .....	48
3.2. SEGURANÇA JURÍDICA E A REGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE PE/VC .....	48
3.2.1. Princípio da segurança jurídica .....	49
3.2.1. Ambiente legal, regulatório e autorregulatório do Mercado de Capitais .....	50
3.3. ETAPAS DO INVESTIMENTO COMO MEDIDA PROTETIVA .....	54
3.3.1. Negociação preliminar .....	55
3.3.2. Documentos não vinculativos .....	56
3.3.3. Auditoria jurídica ( <i>legal due diligence</i> ) .....	59
3.3.4. Documentos definitivos .....	61
3.4. MEDIDAS ASSECURATÓRIAS NA GESTÃO DAS EMPRESAS INVESTIDAS .....	64
3.4.1. Controle acionário .....	64
3.4.2. Adoção de boas práticas de governança corporativa .....	66
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>68</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>70</b>





## INTRODUÇÃO

Os avanços tecnológicos das últimas décadas provocaram sensíveis mudanças no cenário econômico mundial. A velocidade desse fenômeno é tamanha que disseminou um sentimento de imprevisibilidade, haja vista que se tornou quase impossível saber quais serão os limites para a tecnologia nos próximos anos. No entanto, as mudanças percebidas hoje perpassaram por uma fase de desenvolvimento e validação até que fossem inseridas e aceitas pelo mercado.

Antes, qualquer mudança carrega em si grande incerteza sobre o retorno financeiro ao esforço envidado. Sua consecução depende da assunção de riscos pelos empreendedores – que dedicam seu tempo à execução das ideias – e pelos investidores – que acreditam nas propostas e subsidiam-nas com recursos financeiros.

Capital de risco é o nome dado à indústria focada nas operações de investimento que apresentam alto grau de incerteza do retorno positivo ao investimento feito. Seus principais representantes, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, têm sido responsáveis por fomentar alguns dos empreendimentos que mais impactam a vida das pessoas, como *Google*, *Apple* e *Microsoft*.

As operações que envolvem esses investimentos geralmente são realizadas no Mercado de Capitais, apresentam vasta interdisciplinaridade e têm reflexo direto na economia. Por esta razão, exige-se do Direito atenção ativa e capacidade de transmutação, de modo que rapidamente sejam oferecidas respostas que alcancem justiça e paz social.

A relevância do tema pode ser observada nas recentes alterações legislativas, nominalmente a edição da Lei 10.303/01, nas edições de códigos e cartilhas de melhores práticas de governança corporativa por institutos privados e agências reguladoras, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e nas iniciativas da BM&F Bovespa ao criar os segmentos diferenciados de mercado – Nível 1, Nível 2, e o Novo Mercado.

No presente trabalho, através da análise do arcabouço legal e do acervo de instrumentos jurídicos que pautam as negociações entre fundos e companhias, busca-se travar discussão a respeito da segurança jurídica nas operações de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil.

Dentro desse contexto, objetiva-se destacar as instruções normativas exaradas pelas agências responsáveis pela regulação dos fundos de investimento, as garantias contratuais

exigidas por estes durante as negociações com as companhias, bem como as práticas de governança corporativas aplicáveis às empresas após receberem investimento.

Para a formulação das respostas, o método de pesquisa adotado foi o dedutivo, valendo-se de instrumentos doutrinários e legais a respeito do tema. E, para melhor organização, dividiu-se o trabalho em três capítulos, além da introdução e das considerações finais.

No primeiro, ter-se-á, como ponto central, a explicitação das principais características dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Para tanto, será exposta a evolução histórica da indústria de Capital de Risco, desde o surgimento nos Estados Unidos até a incorporação e amadurecimento no Brasil; o impacto socioeconômico gerado pela recepção do modelo, e as demandas legislativas para sua efetiva adaptação ao ordenamento jurídico pátrio. Por fim, abordar-se-á a as peculiaridades que os distinguem dos demais fundos de investimento.

O segundo capítulo objetiva a apresentação das estruturas jurídicas possíveis para a constituição de um fundo de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Para tal, será traçado um paralelo com o principal modelo jurídico estadunidense, o qual tornou-se referência para o legislador e norteia questões relativas ao regime tributário, patrimonial e de responsabilidade. Então, tecer-se-á comentários a respeito da tributação diferenciada dos fundos constituídos sob a forma de condomínio e, finalmente, será estudada a questão patrimonial no que se refere à relação do patrimônio dos administradores, gestores e investidores com o fundo.

Por último, no terceiro capítulo, a partir da conceituação de segurança jurídica, trar-se-á à baila o sistema legal, regulatório e autorregulatório do Mercado de Capitais. Em seguida, serão expostas as etapas do ciclo de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* com o viés de proteção ao investimento e, por derradeiro, as medidas assecuratórias na gestão das empresas investidas.

## 1. HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS DO *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

### 1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Os fundos de *Private Equity* são conhecidos como fundos de capital de risco em decorrência do alto grau de incerteza do retorno financeiro positivo ao investimento realizado (BERNADINO, 2013, p. 45). Capital de risco, por sua vez, pode ser definido como atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado (TAKAHASHI, 2006, p. 3).

O alto risco de investimento é ainda maior quando os recursos são aplicados em negócios bem incipientes, em empreendimentos sequer criados ou ainda em fase de concepção. Investimentos que, por sua vez, representam importantes estímulos ao setor produtivo, dos quais advém benefícios econômicos e sociais.

A fim de concretizar os objetivos do investimento, fundos de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) estabelecem práticas que os diferenciam de um fundo de investimento comum, tais quais: apresentam envolvimento ativo com o empreendimento; participam temporariamente da empresa; e aceleram a transformação da estrutura econômica (MELO, 2013, p. 35). Tal postura se dá em razão da baixa liquidez, retornos de longo prazo e assimetria informacional entre o fundo e a empresa investida (BERNARDINO, 2013, p. 63).

Ao contrário do que se pode imaginar, o sucesso dos investimentos em capital de risco não foi imediato. Estima-se que os precursores do segmento – investidores da *American Research and Development* – perderam, nos cinco primeiros anos, cerca de 24% do montante aplicado (SÁ, 2006). Isto deu ensejo à premissa de manter acompanhamento próximo e contínuo dos empreendedores que recebem os aportes financeiros.

Esses apontamentos são importantes para diferenciar os fundos de PE/VC de um fundo de investimento comum. A especificidade destes fundos acarreta, por exemplo, efeitos tributários específicos que não podem ser colocados na mesma classificação de outras formas mais simples de participação societária (MELO, 2013, p. 35).

As peculiaridades da relação entre os fundos de PE/VC e empresas investidas, por sua vez, demandam regulação específica.

No presente capítulo, apresentar-se-á a evolução histórica do *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil e nos Estados Unidos e as principais características que os distinguem das demais formas de investimento.

## 1.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO PE/VC

### 1.2.1 Nos Estados Unidos

A atenção à indústria do *Private Equity* e *Venture Capital* cresceu após ser relacionada à expansão dos negócios de tecnologia das empresas situadas no Vale do Silício, região do Estado da Califórnia (BERNARDINO, 2013, p. 46).

Embora o mérito pelo desenvolvimento do mercado de capitais seja atribuído aos Estados Unidos, cumpre destacar que um francês, Georges Doriot, é considerado “pai da indústria do capital de risco” (*ibidem*, p. 47).

Em 1946, foi constituída a primeira firma especializada nesse tipo de investimento, a *American Research and Development*, por Doriot e outros membros do *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), da *Harvard Business School*. (REBELO, 2012, p. 205)

Todavia, antes mesmo da constituição da *American Research and Development*, algumas famílias ricas norte-americanas – a exemplo de Rockefeller – já destinavam parte dos seus recursos para aportar em projetos em fases embrionárias e com alto potencial de rendimento a longo prazo (BERNARDINO, 2013, p. 46).

Conquanto a média de retorno anual tenha sido de 15,8% nos primeiros 25 anos de existência do fundo, estima-se a *American Research and Development* tenha perdido 24% do capital investido até o quinto ano de sua fundação (SÁ, 2006).

Em decorrência desse início desastroso, foram estabelecidas duas premissas para o amadurecimento da indústria de capital de risco: perspectiva de longo prazo para retorno da aplicação; e necessidade de acompanhamento próximo e contínuo dos empreendimentos que recebiam aportes financeiros, inclusive com a participação efetiva dos fundos nas decisões cotidianas das empresas investidas (BERNARDINO, 2013, p. 46).

Inobstante, a captação de recursos pelas empresas recém-criadas pressupunha requisitos formais e garantias que se revelavam proibitivas à aprovação das linhas de crédito vigentes à

época (*ibidem*, p. 71). Então, em 1953, foi criado o *Small Business Administration* (SBA), entidade governamental com fim de prestar assistência aos pequenos negócios, como garantias aos bancos no oferecimento de empréstimos, sessões de aconselhamento, entre outros (ESTADOS UNIDOS, 2015).

Em 1958, o Congresso editou o *The Investment Company Act*, estabelecendo o programa *Small Business Investment Company* (SBIC) para facilitar ainda mais o fluxo de capital de longo prazo, através do estímulo aos investidores profissionais, já que a SBA não oferecia empréstimos diretos:

O programa Small Business Investment Company (SBIC) facilita o fluxo de capital de longo prazo dos Estados Unidos para as pequenas empresas. O SBA não fornecer capital diretamente a empresas. Em vez disso, SBA faz parcerias com investidores privados para capitalizar fundos de investimento com administração profissionalizada (conhecido como "SBICs") que financiam pequenas empresas (SBA, 2015, trad. livre)<sup>1</sup>

O objetivo do governo era de assegurar a contínua inovação e a rápida expansão da base tecnológica norte-americana. Para tanto, criou outro diploma legal que contribuiu decisivamente para a consolidação do capital de risco, qual seja, a criação das *Limited Partnerships*:

Um marco importante para a indústria de VC [*Venture Capital*] veio na década de 1960 com o desenvolvimento de parcerias limitadas para investimentos de VC. Neste arranjo, os investidores fazem o aporte de capital e pagam algum percentual a título de taxas de gestão do fundo. O restante do capital é investido pelo fundo administrador em empresas. O fundo realiza o desinvestimento dos empreendimentos de sucesso por meio da venda da empresa investida ou através da abertura de seu capital. O arranjo mais comum é a divisão dos ganhos na proporção de 80-20: após o retorno do montante inicial aos investidores, o fundo permanece com 20 por cento de tudo. Esta forma de divisão dos lucros – conhecida como ganho conquistado/agregado – é o incentivo que faz os investimentos em *Private Equity* serem tão atraentes para investidores profissionais (METRICK; YASUDA, 2010, p. 11, trad. livre)<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>“The Small Business Investment Company (SBIC) facilitates the flow of long-term capital to America’s small

<sup>2</sup>“An important milestone for VC industry came in the 1960s with the development of the limited partnerships for VC investments. In this arrangement, limited partners put up the capital, with a few percentage points of this capital paid every year for management fees of the fund. The general partner in private companies then invests the remaining capital. Successful investments are exited, either through a private sale or a public offering, before the ten-year life of the partnership expires. The most common profit-sharing arrangement is an 80-20 split: after returning all the original investment to the limited partner, the general partner keeps 20 percent of everything else. This profit sharing, known as carried interest, is the incentive that makes private equity investing so enticing for investment professionals”.

Em continuação à política pública de incentivos para sedimentação de um ambiente institucional adequado, em 1978, o *Revenue Act* estabeleceu alíquotas mais baixas para o ganho de capital.

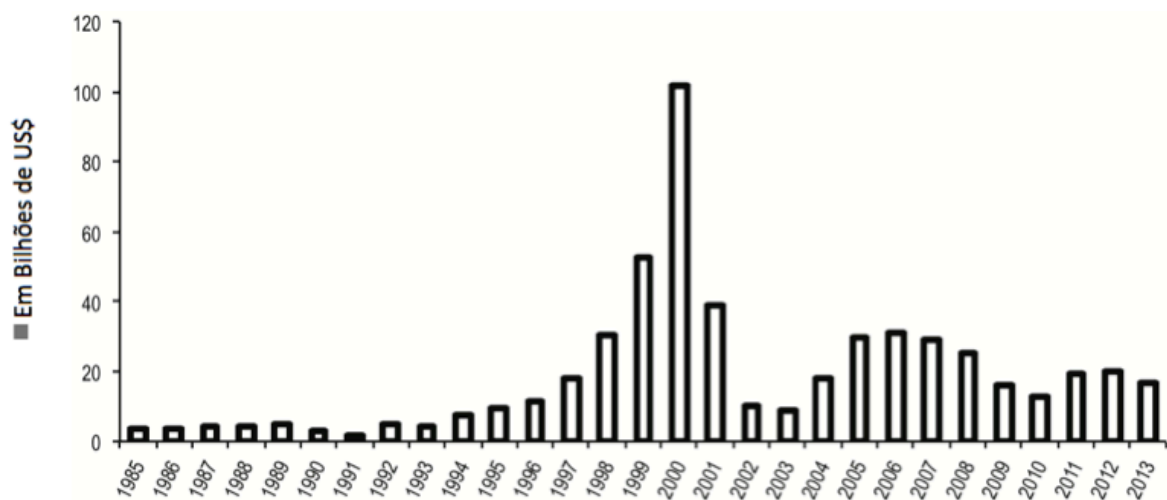
No ano seguinte, foi editado o *Employee Retirement Income Act (Prudent Man Rule)* que, além de promover maior transparência na gestão dos fundos de aposentadoria privados, permitiu-lhes investirem 5% de seus ativos na aquisição de capital de risco – dentre eles *Venture Capital* –, atuando favoravelmente na consolidação da indústria (REBELO, 2012. p. 205).

Outra circunstância encorajadora para que fossem feitos aportes de longo prazo em títulos de baixa liquidez (como é o caso da indústria de capital de risco) foi a existência de um mercado de capitais com grande volume de negócios. Isso fomentava a expectativa de que o desinvestimento seria feito por meio de IPO<sup>3</sup> e aumentava a perspectiva de altos rendimentos para os investidores (BERNARDINO, 2013. P. 50).

A evolução da indústria pode ser constatada nos gráficos abaixo, construídos a partir dos dados disponibilizados pela Associação Nacional de *Venture Capital* Estadunidense (*National Venture Capital Association – NVCA*)<sup>4</sup> em 2014.

O primeiro gráfico apresenta a evolução do capital comprometido entre 1985 e 2013:

**GRAFICO 1. – Capital comprometido: Fundos de Risco nos EUA (1985-2013)**



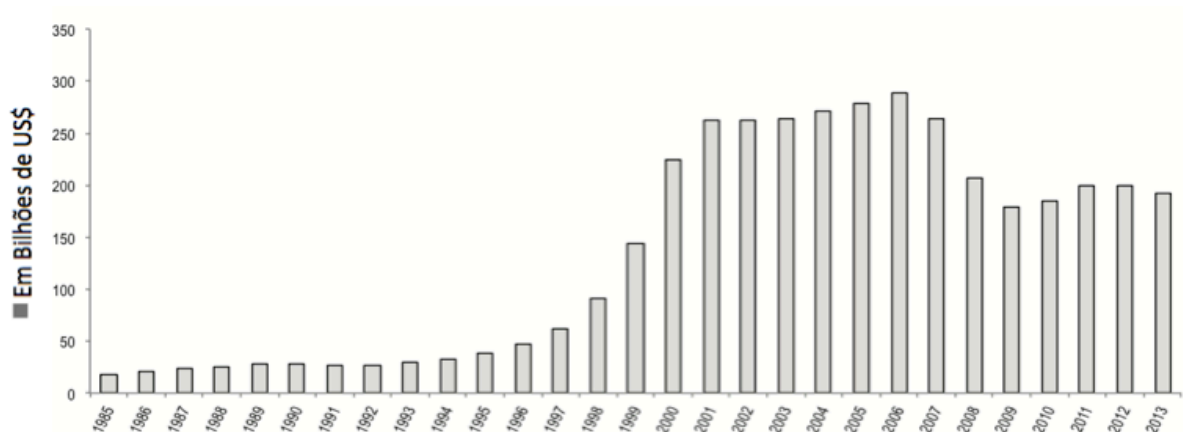
Fonte: NVCA – Yearbook – 2014

<sup>3</sup>IPO ou *Initial Public Offering* significa a primeira oferta pública de ações de uma companhia

<sup>4</sup>O site da *National Venture Capital Association* (NVCA) traz uma série de estudos, dados e artigos científicos sobre o segmento de *Venture Capital* Americano. Cf. Disponível em: <[www.nvca.org](http://www.nvca.org)>

Embora, em 2000, a “bolha da internet” tenha causado grandes prejuízos e reduzido o capital injetado no mercado, observa-se que o volume de capital administrado pelos fundos, no entanto, não reduziu. É o que demonstra o gráfico abaixo:

**GRAFICO 2. – Capital administrado pelos Fundos de Capital de Risco nos EUA (1985-2013)**



Fonte: NVCA – Yearbook – 2014

A manutenção do volume de capital administrado pelos fundos estadunidenses reflete a confiança existente na indústria, mesmo com os maus resultados da bolha. Como consequência, inobstante, destaca-se o amadurecimento na avaliação dos investimentos: o *due diligence*.

Cumprir destacar que foi graças aos investimentos de PE/VC, empresas como Microsoft, Fedex, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Netscape, JetBlue, Intel, Oracle e Google cresceram e, rapidamente, tornaram-se grandes corporações (RIBEIRO, 2005, p. 8).

### 1.2.2 No Brasil

No Brasil, o primeiro fundo de investimento surgiu em 1957, no bojo da euforia desenvolvimentista que marcou o início do governo de Juscelino Kubitschek. O fundo CRESCINCO, como era chamado, pertencia à *International Basic Economic Corporation* (IBEC, 2006), uma empresa da retromencionada família Rockefeller.



Embora não fosse um fundo de *Private Equity* ou *Venture Capital*, CRESCINCO foi o primeiro a ser constituído na forma de condomínio – mesma forma jurídica adotada pelos fundos de investimentos em participação na norma vigente (REBELO, 2012, p. 206).

Até 1964, o mercado financeiro nacional era muito incipiente. Durante sua estruturação – já no governo militar –, foram criadas instituições cuja existência alicerçou a Lei do Mercado de Capitais, como o Conselho Monetário Nacional (CMN).

Em 1967, ano de criação da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), o Decreto-Lei nº 157/67 deu origem aos fundos fiscais de investimento em renda variável – os chamados Fundos 157 –, concedeu estímulos fiscais para que as empresas lançassem ações em bolsa e também para que as pessoas físicas investissem nesses papéis.

Nos anos 70, surgiram novas regras específicas para estruturar o mercado financeiro nacional, destacando-se a legislação sobre fundos mútuos de investimento. O propósito era claro: aquecer o mercado financeiro para financiar o desenvolvimento nacional.

Adaptando as formas de atuação às necessidades de cada momento, em 1974, o BNDES abriu uma nova frente de apoio à modernização da economia e estabeleceu três subsidiárias para atuar no mercado de capitais: Embramec, Fibase e Ibrasa. Posteriormente, as três empresas fundiram-se para criar a BNDES Participações SA (BRASIL, 2015).

Destaque-se o ano de 1976 que foi marcado pela promulgação da Lei de Sociedades por Ações, pela criação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>5</sup> e pelo surgimento da primeira companhia de *Private Equity* no Brasil, a Brasilpar (BERNARDINO, 2013, p. 53).

Enquanto no final da década de 80 ocorria a maior operação de PE/VC no mundo<sup>6</sup>, um trio de financistas – Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles –, sócios do Banco Garantia, adquiria o controle das Lojas Americanas e cervejaria Brahma (ABDI, 2010, p. 56).

Em 1993, surgiu a *GP Investments*, composta pelo trio e considerada a primeira sociedade privada com foco no mercado de capital de risco, com aportes de aproximadamente US\$500 milhões em empresas como a *Shoptime*, *Globo Cabo* e a *Artex* (*ibidem*).

Entretanto, a viabilização dos investimentos em capital de risco no Brasil veio após a implantação do Plano Real, em 1994, o qual permitiu o controle da inflação e a estabilidade

---

<sup>5</sup>A Comissão de Valores Mobiliários, mais conhecida pela sigla CVM, foi criada pela Lei nº 6.385/1976. Entre suas competências está a regulação o Mercado de Capitais (art. 2º, §3º).

<sup>6</sup>Em 1988 a RJR Nabisco foi comprada pela Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) por US\$31 bilhões.

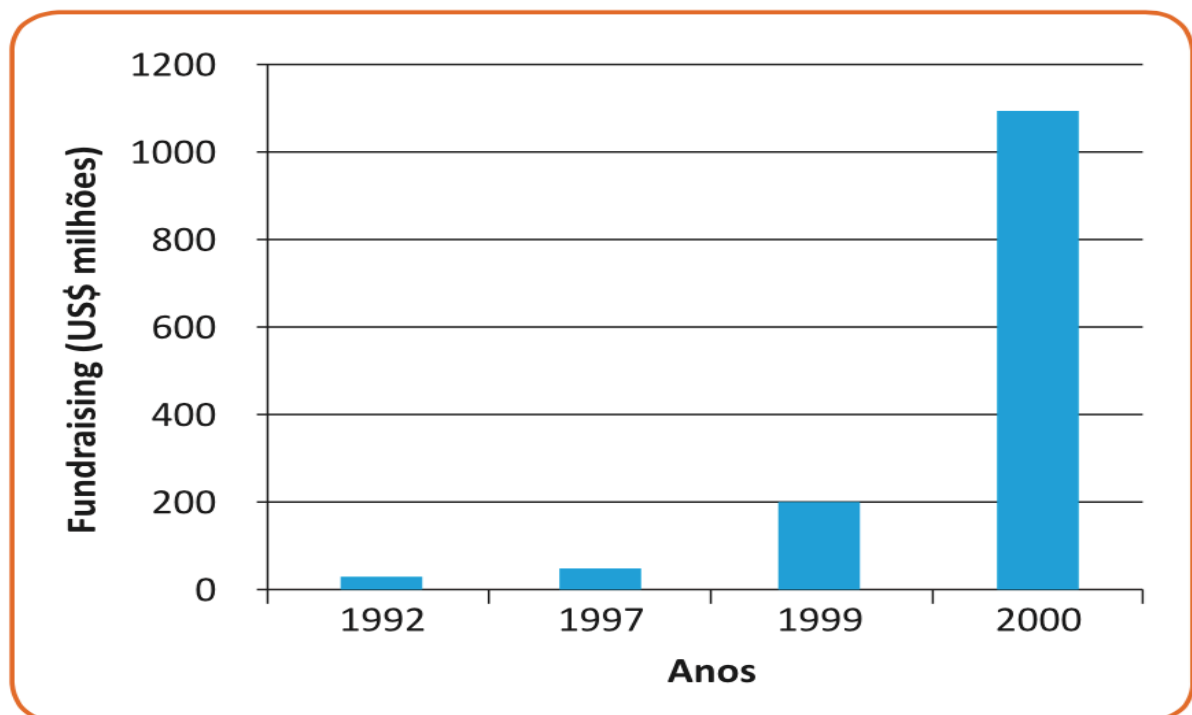
monetária. No mesmo ano, a CVM editou sua primeira regulamentação no setor, a Instrução Normativa<sup>7</sup> CVM nº 209, que possibilitou a criação dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), cujo diferencial é a aplicação dos recursos em empreendimentos novos ou em fase de consolidação com altas perspectivas de rendimento no longo prazo (BERNARDINO, 2013, p. 54).

As privatizações promovidas pelo governo entre 1995 e 1997 foram fundamentais para a primeira fase de expansão da indústria de PE/VC brasileira. Nesse período, diversas organizações gestoras adentraram ao país provocando aumento do volume de recursos investidos (ABDI, 2010, p. 57).

Em 1998 houve retração dos investimentos devido à desvalorização do real e a crise na Rússia. Nos anos de 1999 e 2000, com a “bolha da internet”, a captação de recursos foi, novamente, alavancada. Entre os segmentos que receberam mais investimentos, destacam-se aqueles relacionados ao comércio eletrônico, os quais obtiveram 78 dos 118 negócios realizados em 2000 (*ibidem*).

O gráfico abaixo apresenta a evolução da captação de recursos em PE/VC na década de noventa:

**GRAFICO 3. Captação de Recursos em PE/VC para o Brasil (1992 – 2000)**



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – 2010

<sup>7</sup>Instrução Normativa (IN) é uma medida editada pela CVM para regulamentar o mercado de capitais.

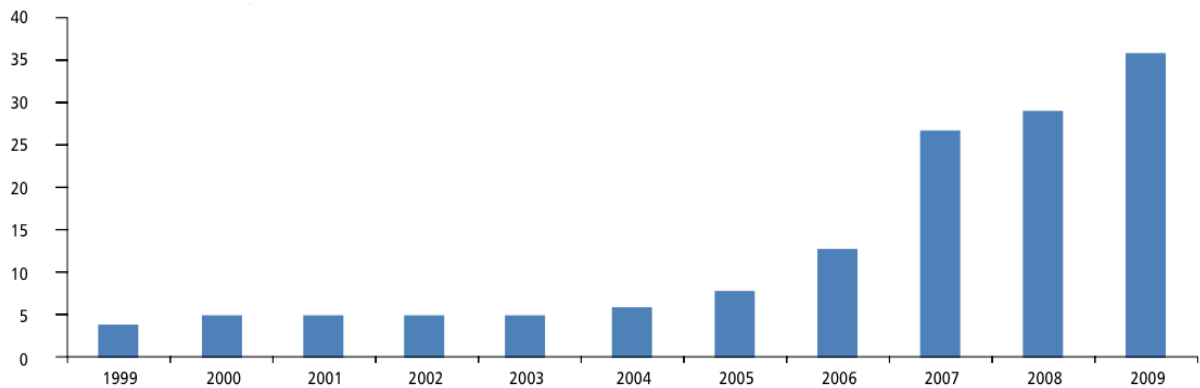
Como consequência da forte expansão do mercado, em 2000, foi criada a ABVCAP<sup>8</sup>, entidade representativa da indústria de capital empreendedor, como empresas gestoras de fundos PE/VC. A associação teve papel relevante na reestruturação do mercado brasileiro após o revés do “estouro da bolha da internet”.

Os anos subsequentes foram marcados por uma baixa atratividade para os investimentos de capital de risco. Entre 2000 e 2004, fatores exógenos como os atentados de 11 de setembro de 2001 provocaram incerteza econômica; no ambiente doméstico, a ascensão de Luís Inácio Lula da Silva à presidência ensejou desconfiança nos investidores (BERNARDINO, 2013. p. 56).

No entanto, a CVM, em 2003, por oportuno, exarou a IN CVM 391 definindo as regras para uma nova modalidade de fundos com foco em *Private Equity* e *Venture Capital*: os Fundos de Investimentos em Participações. Contribuindo, por sua vez, para um novo impulso à indústria de capital de risco nacional (*ibidem*).

A partir de 2005, houve um amadurecimento do capital de risco brasileiro. O gráfico abaixo demonstra a nítida evolução do setor no tocante ao capital comprometido alocado:

**GRÁFICO 4. Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil em US\$ Bilhões**



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – 2010

<sup>8</sup>ABVCAP é a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*.

Alguns dos fatores aos quais são atribuídos esse crescimento foram a explosão de IPOs ocorrida entre 2006 e 2007<sup>9</sup> e a procura por investimentos em países emergentes menos afetados pela crise financeira de 2008 e 2009.

Dentro desse contexto, o Brasil passou a se situar como o segundo mais interessante alvo de investimento dentre os BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), países da CEE (Comunidade Econômica Europeia) e países da África e Oriente Médio (ABDI, 2010, p.59).

Inobstante o aquecimento da economia, as oportunidades para investimentos públicos e privados voltados à infraestrutura em decorrência da Copa do Mundo (2014) e Olimpíadas (2016), políticas negligentes por parte do governo culminaram com a desaceleração da economia a partir de 2011:

Internamente, vários fatores contribuíram para um crescimento mais lento e menor apetite ao risco entre os investidores. O otimismo do boom cíclico 2005-2011 levou a políticas negligentes por parte do governo, bancos centrais e comerciais, criando desequilíbrios na economia. O governo brasileiro seguiu uma política monetária acomodada e expandiu significativamente os gastos públicos em um ambiente de muito baixo nível de desemprego, mas uma grande lacuna de infraestrutura persistente. Com o esgotamento do crescimento liderado pelo consumidor e um ambiente externo menos favorável, o Brasil entrou em um período de crescimento lento e inflação crescente, o que obrigou o Banco Central a elevar os juros. Todos esses fatores tiveram um forte efeito sobre o mercado de ações brasileiro, reduzindo as expectativas dos investidores para os ganhos futuros das empresas e aumentar o prêmio de risco global para investimentos no país. Como consequência, março 2014 a Standard & Poors rebaixou a classificação do Brasil para BBB, o primeiro movimento de descida do rating do país na última década (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2014, trad. livre)<sup>10</sup>.

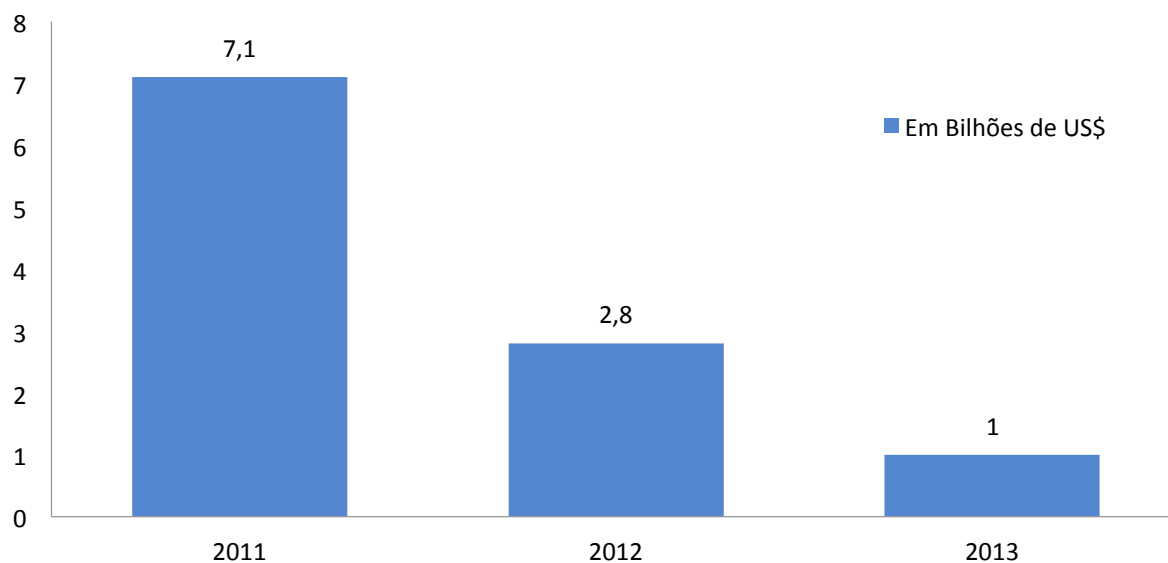
A conjugação de todos esses fatores ensejou um decréscimo na captação de recursos em PE nos últimos anos, como demonstra o gráfico abaixo:

---

<sup>9</sup>O Brasil respondeu por 30% das IPOs nos anos de 2006 e 2007 (Cf. IESE BUSINESS SCHOOL, 2011, p. 92).

<sup>10</sup>“Domestically, several factors contributed to slower growth and lower risk appetite among investors. The optimism of the cyclical boom from 2005 to 2011 led to lax policies by the government, central and commercial banks, creating imbalances in the economy. The Brazilian government pursued an accommodative monetary policy and significantly expanded public expenditures in an environment of very low unemployment but a large persistent infrastructure gap. With the exhaustion of the consumer-led growth and a less supportive external environment, Brazil went into a period of slow growth and increasing inflation, which forced the central bank to raise interest rates. All these factors had a strong effect on the Brazilian stock market, lowering investors’ expectations for companies’ future earnings and increasing the overall risk premium for investments in the country. As a consequence, in March 2014 Standard & Poor’s downgraded Brazilian rating to BBB, the first downward movement in the country’s rating in the past decade”.

**GRÁFICO 5. Captação de recursos para *Private Equity* no Brasil (2011-2013)**



Fonte: PRICEWATERHOUSECOOPERS – 2014

A queda da indústria de PE/VC nos últimos anos é vista pelos especialistas como uma boa oportunidade de compra para investidores, pois os preços estão atingindo níveis atrativos. Os negócios voltados à infraestrutura e *agrobusiness* impulsionam o mercado e a expectativa de retorno dos investimentos de longo prazo continua positiva. O período é tido como um amadurecimento da indústria.

### 1.3 CARACTERÍSTICAS GERAIS DOS FUNDOS DE PE/VC

Ultrapassada a breve incursão histórica, passa-se a discorrer de forma mais detalhada sobre as características e o funcionamento dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*.

A compreensão do que é PE/VC está condicionada ao conhecimento das fontes de recursos com as quais as empresas financiam-se. Basicamente, a captação pode se dar por instrumentos de dívida (*debt*), ou venda de ações (*equity*). Ambas podem ser públicas – negociadas em bolsa de valores, mercado de balcão ou em outros mercados de valores – ou privadas – negociadas de forma privada entre as partes (ABDI, 2010, p.77).

O termo *Private Equity* refere-se, portanto, em sua definição estrita, a investimentos em participações acionárias (*equity*) de empresa de capital fechado (*private*) que: (i) ou não tem

tamanho para acessar o mercado financeiro via instrumentos públicos (como o lançamento de ações em bolsa de valores); (ii) ou que já possui tamanho, mas ainda não está suficientemente preparada para ter o seu capital aberto ao público. Trata-se de um tipo alternativo de investimento em ativo financeiro (*ibidem*).

No Brasil, a CVM é a entidade responsável por tomar medidas reguladoras dos veículos de investimentos locais de PE/VC. Os dois principais tipos de fundos são chamados de Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) e Fundos de Investimentos em Participações (FIP). Eles são regulamentados, respectivamente, pelas IN CVM nº 209/1994 e nº 391/2003, os quais serão pormenorizados, respectivamente, nos itens 2.3.1. e 2.3.2.

Inobstante, cumpre destacar que essas instruções visam a aproximação ao já mencionado modelo norte-americano das *limited partnerships*, porém estão sujeitas ao ambiente legal e regulatório brasileiro e, por consequência, possuem notáveis diferenças daquela que inspirou suas criações (*Ibidem*, p.92).

### 1.3.1 Realização de investimentos em diversos estágios

Uma das principais características dos fundos de PE/VC é a possibilidade de aportar capital em empreendimentos que se encontram em diferentes estágios. De fato, a distinção entre os termos *Private Equity* e *Venture Capital* advém, justamente, do estágio da cadeia de valor e maturidade da empresa:

*Venture Capital* se refere aos investimentos em empresas em estágios mais iniciais (capital semente ou empresas startups), enquanto *Private Equity* é um termo mais abrangente que também engloba investimentos em fases mais avançadas do desenvolvimento, até mesmo aquisições e investimentos em recuperações de empresas (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 5, trad. livre)<sup>11</sup>.

Neste ponto, destaca-se que embora as expressões *Private Equity* e *Venture Capital* sejam – em sentido estrito – diferentes, convencionou-se utilizar o termo PE/VC para designar a indústria de Capital de Risco neste trabalho.

A tabela abaixo representa os diversos estágios de investimento em PE/VC:

---

<sup>11</sup>“Venture capital refers to investments in earlier-stage firms (seed or startup-up firms), whereas private equity is a broader term that also encompasses later stage investments as well buyouts and turn around investments”.

**TABELA 1. Definição dos estágios de investimento em PE/VC**

<p><b>SEED STAGE FINANCING</b> <i>CAPITAL SEMENTE</i></p>	<p>Quantidade relativamente pequena de capital concedido a um inventor, ou empresário, para provar um conceito. Voltado à criação de produtos e pesquisa de mercado, bem como a construção de uma equipe de gestão e desenvolvimento de um plano de negócios</p>
<p><b>EARLY STAGE FINANCING</b> <i>FINANCIAMENTO À FASE INICIAL</i></p>	<p>Os produtos estão em testes ou de produção piloto. Normalmente, concedido à empresa que concluiu os estudos de mercado, desenvolveu um plano de negócios, ou recém começou a operar.</p>
<p><b>EXPANSION STAGE FINANCING</b> <i>FINANCIAMENTO À FASE DE EXPANSÃO</i></p>	<p>Capital de giro para a expansão inicial de uma empresa que está produzindo e tem contas a receber. Contudo, ainda não é necessário apresentar lucro na operação. Os recursos podem ser destinados ainda para expansão da planta, marketing, capital de giro, ou o desenvolvimento de um produto melhorado. O papel do capitalista de risco nesta fase se desenvolve a partir de um papel de apoio a um papel mais estratégico.</p>
<p><b>LATER STAGE</b> <i>FASE POSTERIOR</i></p>	<p>Fornecido às empresas que tenham atingido uma taxa de crescimento relativamente estável; ou seja, não está crescendo tão rápido quanto as taxas obtidas nas fases de expansão. Mais uma vez, essas empresas podem ou não ser rentáveis, mas é mais provável que seja do que em fases anteriores. Outras características financeiras destas empresas incluem fluxo de</p>

---

	caixa positivo.
<b>ACQUISITION FINANCING</b> <i>FINANCIAMENTO PARA AQUISIÇÃO</i>	Uma aquisição da participação de 49% ou menos. Empresa adquire participações minoritárias de uma empresa.
<b>ACQUISITION FOR EXPANSION</b> <i>AQUISIÇÃO PARA EXPANSÃO</i>	Fornecidos a uma empresa para financiar a aquisição de outras empresas ou ativos. Um consolidador de empresas em indústrias específicas.
<b>MANAGEMENT / LEVERAGED BUYOUT</b> <i>AQUISIÇÃO ALAVANCADA</i>	A transação onde a equipe de gestão da empresa adquire os ativos e operações da empresa que gerencia. A operação geralmente envolve a revitalização de uma operação, a aquisição do controle acionário e uma significativa parte do pagamento é financiada através de empréstimo.
<b>RECAP / TURN AROUND</b> <i>RECAPITULAÇÃO</i>	Financiamento concedido a uma empresa em um momento de dificuldade operacional ou financeira com a intenção de melhorar seu desempenho.
<b>SECONDARY BUYOUT</b> <i>AQUISIÇÕES SECUNDÁRIAS</i>	Um acordo de <i>buyout</i> no topo de um acordo de <i>buyout</i> . Aquisições secundárias são distintos quando o investidor firme inicial é diferente de a empresa de investimento atual.

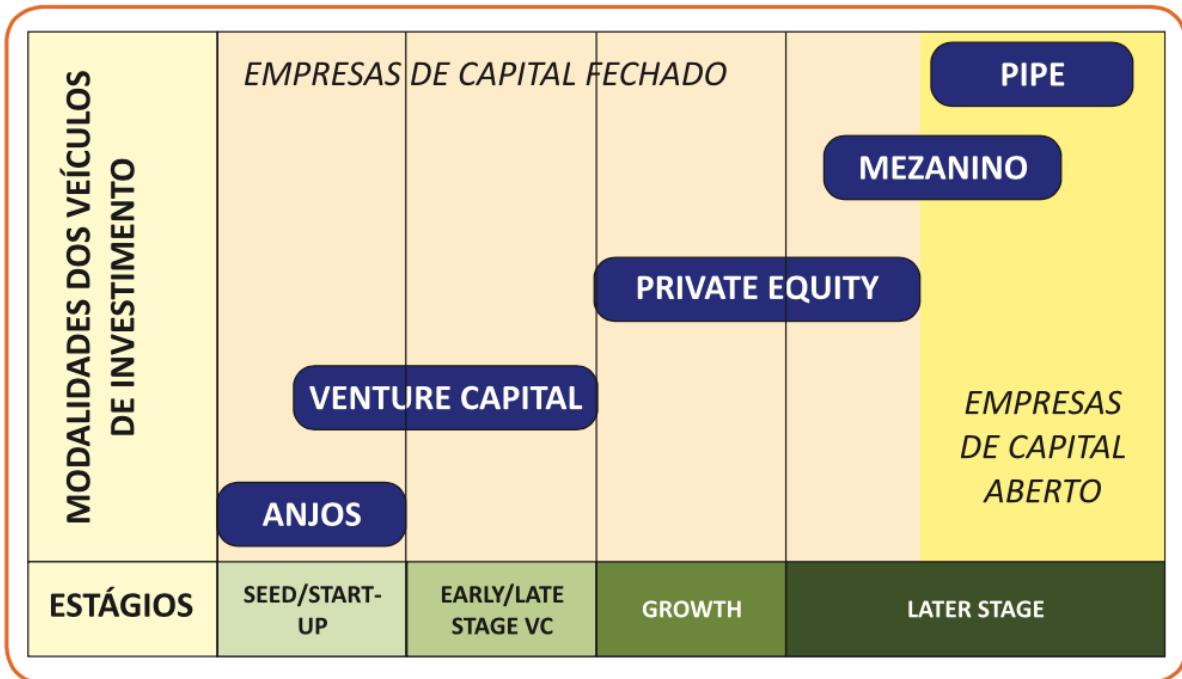
---

Fonte: NVCA – Yearbook – 2014 – p.115

Complementarmente, com propósito ilustrativo, a Figura apresenta a segmentação da indústria de PE/VC nos investimentos em diferentes estágios de desenvolvimento da empresas:



**FIGURA 1. Estágios e Modalidades dos Investimentos de PE/VC**



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – 2010 – p.100

As modalidades Mezanino<sup>12</sup> e o PIPE<sup>13</sup> assemelham-se ao PE/VC por sua natureza jurídica. Dessa forma, embora não sejam descritas detalhadamente ao longo da pesquisa, podem ser incluídas na categoria de PE/VC.

Cumprе destacar que o estágio do negócio influencia diretamente no perfil do investidor, no montante aportado e, principalmente, no risco do investimento – que é maior à medida em que a empresa é mais incipiente. No Capítulo 2 serão apresentadas as formas jurídicas utilizadas para cada perfil de veículo de investimento.

<sup>12</sup>Mezanino: investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis de várias modalidades e direitos de subscrição. Os investimentos de mezanino possuem a característica de serem instrumentos de dívida a qual é total ou parcialmente conversível em ações.

<sup>13</sup>Private Investment in Public Equity (PIPE): aquisição de capital acionário relevante (mínimo de 20%) de empresas já listadas em bolsa, que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora obrigatoriamente participe do Conselho de Administração e atue ativamente na gestão estratégica.

### **1.3.2. Alto risco do investimento**

Ao contrário do que se pode imaginar, o sucesso dos investimentos em capital de risco não foi imediato. Em decorrência do início desastroso, foram estabelecidas premissas para o amadurecimento da indústria de capital de risco. Uma delas é a necessidade de acompanhamento próximo e contínuo dos empreendimentos que recebem aportes financeiros, inclusive com a participação efetiva dos fundos nas decisões cotidianas das empresas investidas (BERNARDINO, 2013, p. 46).

O alto risco decorre, fundamentalmente, de três fatores: o longo prazo de duração do investimento; a assimetria informacional entre o fundo e a empresa investida; e, a baixa liquidez dos ativos. (*ibidem*, p.63).

### **1.3.3. Longo prazo de duração**

O longo prazo de duração se dá pois o acompanhamento próximo e contínuo do empreendimento investido demanda certo tempo até promover o desenvolvimento necessário para consolidar o negócio, de modo a apresentar resultados positivos.

A duração do ciclo de investimento de PE/VC pode facilmente consumir sete anos antes do seu principal evento de liquidez. O reflexo disso para o investidor é um prazo de comprometimento longo, raramente inferior a oito anos, e com possibilidade de prorrogação (ABDI, 2009, p.237).

### **1.3.4. Grande assimetria informacional**

Outra característica dos investimentos de PE/VC é a assimetria de informações entre o fundo investidor e a investida. Por assimetria de informações, compreende-se o conhecimento privativo, por uma das partes envolvidas em qualquer espécie de negócio, de detalhes relevantes sobre o objeto da negociação. O fenômeno ocorre em função de muitos dados referentes à transação serem de difícil – ou onerosa – obtenção por uma das partes (BERNARDINO, 2013, p.64).

O procedimento de auditoria (*due diligence*) promovido pelos fundos, o qual será pormenorizado em momento oportuno, tem por objetivo mitigar a disparidade entre as

informações prestadas pela empresa e a realidade. Este, no entanto, não assegura completa simetria informacional: o risco continua latente.

### **1.3.5. Baixa liquidez**

A combinação entre o longo prazo de duração do investimento e o alto grau de incertezas sobre um retorno financeiro positivo resulta na baixa liquidez dos títulos vinculados aos fundos de PE/VC (BERNARDINO, 2013, p. 65).

Em razão de sua característica privada e ilíquida, enquadra-se na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*), contribuindo para a necessidade de considerar um horizonte mais longo que aqueles de investimentos tradicionais para realização dos ganhos (ABDI, 2010, p.77).

Consequentemente, o público investidor em fundos de *PE/VC* no Brasil é bastante limitado, restringindo-se aos ricos investidores individuais e, principalmente, investidores institucionais (companhias seguradoras e fundos de pensão), *trust* e *endowments*, empresas, *holdings* bancárias, instituições multilaterais, etc. (ABDI, 2011, p.84).

### **1.3.6. Intervenção nas deliberações das sociedades investidas**

A intervenção direta do fundo na rotina da empresa investida é uma peculiaridade interessante dos fundos de investimento em capital de risco. Referida postura foi desencadeada como consequência aos maus resultados no início da indústria – conforme menção anterior – e tornou-se uma praxe.

A premissa de manter participação ativa na condução dos negócios da sociedade investida é prerrogativa exarada nas Instruções Normativas da CVM, que será pormenorizada no Capítulo 2. Por enquanto, basta citar que os empreendedores aceitam abdicar do comando pleno dos negócios em troca do aporte financeiro trazido pelo fundo e em função da perspectiva de ganhos significativos com o desenvolvimento do empreendimento (BERNARDINO, 2013, p.66).

## 2. ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

### 2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A atividade de PE/VC denota uma cadeia de eventos cronologicamente inter-relacionados que pode ser dividida em três momentos principais: a constituição do veículo de investimentos, sua operacionalização e a liquidação (MENDES, 2012, p. 65).

Ao traçar um paralelo entre a principal forma de constituição de fundos de PE/VC nos Estados Unidos e o acervo de formas sob as quais os fundos podem ser estruturados no Brasil, é possível conceber aquelas que têm maiores chances de fazê-los cumprir sua função econômica. Isto, pois o grau de desenvolvimento e maturidade do modelo de PE/VC estadunidense tornou-o referência para outros sistemas jurídicos, inclusive o brasileiro.

Nos Estados Unidos, o principal modelo é estruturado sob a forma de sociedade empresária e chama-se *limited partnership* (ABDI, 2010, p. 91). No Brasil, existem duas formas distintas para a constituição de veículos de investimento: a sociedade empresária e o condomínio.

Caso o veículo seja constituído com apoio da primeira forma, não sofrerá a fiscalização da CVM, o que pressupõe maior discricionariedade em relação à operacionalização das atividades de investimento por parte do administrador. Em contrapartida, não poderá obter recursos de fontes financeiras institucionais do mercado de capitais, como os fundos de pensão, que estão autorizados pela secretaria de previdência complementar a investirem somente nas modalidades de fundos reguladas e fiscalizadas pela CVM (MENDES, 2012, p. 67).

A estruturação sob a forma de condomínio, por sua vez, quando comparado à sociedade empresária, apresenta vantagens fiscais e maior segurança patrimonial. Porém, submete-se às rígidas normas da CVM.

Embora não tenha sido citado, existe ainda a possibilidade da estruturação veículos de investimento através de associações civis sem fins lucrativos, cuja composição é dada por pessoas físicas e/ou jurídicas que contribuem com sua experiência na gestão de novos

negócios. Nesse formato são realizados investimentos de *seed capital*<sup>14</sup>, nos quais os investidores anjos<sup>15</sup> estão dispostos a despendar maior atenção ao desenvolvimento dos empreendimentos, atuando praticamente como sócios fundadores até que os negócios se tornem lucrativos. Por não exercerem efetiva intermediação financeira, as associações civis estão desvinculadas das responsabilidades pelo investimento, razão pela qual optou-se por não incluí-las neste estudo.

Para cada estágio de operação existe uma forma jurídica que apresenta maior compatibilidade com as necessidades do veículo de investimentos. Adiante, os tópicos concentram-se em expor as diferentes formas possíveis para a criação de um fundo de PE/VC no ordenamento pátrio, apresentar o regime tributário em vigência e contextualizar a teoria aplicável ao seu ato jurídico de constituição, cujos preceitos asseguram a incomunicabilidade entre o patrimônio dos investidores, gestores e administradores.

## 2.2 ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS SOB A FORMA DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

Nos Estados Unidos, a *limited partnership* divide os investidores e gestores do fundo em duas figuras: o *general partner* (GP) e o *limited partner* (LP). O GP é responsável pela gestão do fundo, administra suas operações e participa ativamente das empresas investidas – monitorando continuamente suas práticas de gestão e implementando as políticas necessárias para a maximização dos resultados. O LP, por sua vez, investe o capital e tem a faculdade de participar do conselho consultivo do fundo – participando da decisão de quais empresas receberão aporte, mas não interferindo nas suas atividades depois que passam a integrar o portfólio (ABDI, 2010, p. 91).

Do ponto de vista legal, a principal diferença entre GP e LP está na responsabilidade pelas dívidas sociais. O GP tem responsabilidade solidária e ilimitada das obrigações durante a vigência da atividade de gerenciamento do veículo de investimentos, enquanto o LP não responde pelo passivo oriundo de investimentos malsucedidos (MENDES, 2012, p. 68).

Sob o prisma tributário, a incidência de impostos se dá apenas sobre o ganho de capital. A base de cálculo é a diferença entre a o montante da venda e o capital investido (*ibidem*).

---

<sup>14</sup>Vide tabela 1.

<sup>15</sup>Anjos são os investidores que aportam valores entre R\$ 30 mil e R\$ 1 milhão de reais em empresas em fase inicial ou pré-operacional (*startups*).

Como todas as operações são calculadas coletivamente no momento do resgate, os investimentos que não lograram êxito ao menos servem para reduzir o valor do imposto a ser pago.

Cumprе destacar que, embora a sociedade limitada seja a tradução literal de *limited partnership*, não é correto compará-las, uma vez que o ordenamento pátrio impõe à própria sociedade responder pelas obrigações contraídas, sendo os sócios responsáveis subsidiariamente até o limite do capital subscrito, somente em relação às cotas a integralizar<sup>16</sup>. Após a integralização das cotas, os sócios deixam de ter obrigações por débitos da sociedade, hipótese não admitida no modelo estadunidense.

No Brasil, o Código Civil não prevê uma forma societária com as mesmas características das *limited partnerships*. No entanto, existem formas que se assemelham, ao menos no quesito societário-obrigacional. É o que se verá a seguir.

### **2.2.1. Sociedade em Conta de Participação**

Pode-se dizer que a Sociedade em Conta de Participação (SCP) é o tipo societário que mais se assemelha à *limited partnership* no que se refere a responsabilidade de cada sócio.

Sua regulamentação é dada pelo Código Civil nos artigos 991 a 996. Trata-se de uma sociedade na qual existe a figura de dois sócios: o ostensivo e o participante. O sócio ostensivo é quem exerce a atividade social em seu nome e responde pelas obrigações da sociedade<sup>17</sup>, enquanto o sócio participante obriga-se unicamente com o sócio ostensivo nos termos do contrato social<sup>18</sup>. Para fins meramente ilustrativos, a figura do sócio ostensivo assemelha-se ao GP; o sócio participante ao LP.

A constituição de uma SCP dispensa formalidades<sup>19</sup> – como o registro na junta comercial –, pois é considerada pelo legislador uma sociedade despersonalizada, na qual a

---

<sup>16</sup>Art. 1.052 do Código Civil dispõe que: “Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.”

<sup>17</sup>Art. 991 do CC: “Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.”

<sup>18</sup>Art. 991, parágrafo único, do CC: “Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social.”

<sup>19</sup>Art. 992 do CC: “A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.”

relação se dá apenas entre sócios, sem consequências para terceiros<sup>20</sup>. Sua composição patrimonial é outra característica que a distingue no direito societário, eis que é constituída por um patrimônio especial<sup>21</sup>.

Esse patrimônio é entregue fiduciariamente ao sócio ostensivo que detém a titularidade e posse direta, mas está compelido a utilizá-lo de acordo com a finalidade estabelecida no contrato social. Trata-se um patrimônio de afetação que opera somente em relação aos sócios<sup>22</sup>, razão pela qual a SCP é conhecida como sociedade interna.

Durante a vigência dos negócios sociais o sócio participante tem o direito de fiscalizar a administração, conquanto não tome parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente pelas obrigações em que intervier<sup>23</sup>. Conseqüentemente, o patrimônio da sociedade não responde por dívidas pessoais dos sócios, desde que não tenham sido contraídas para atos de gestão da empresa. (MENDES, 2012, p.70).

Esse patrimônio especial integra a chamada *conta de participação*, na qual são registradas todas as operações relacionadas à sociedade para apuração do resultado econômico. Após o término das operações, o balanço é utilizado para restituir os sócios participantes – com reajuste pelos lucros ou perdas – de acordo com a proporção dos respectivos aportes<sup>24</sup>.

Nesse diapasão, a sociedade em conta de participação tem muito em comum com a *limited partnership*, pois basta que a entidade criadora do veículo de investimento formule o contrato social e os investidores subscrevam suas cotas. Composta a SCP, a entidade passa a ser o sócio ostensivo que faz a gestão patrimonial, realiza as operações seguindo o perfil preestabelecido e sujeita-se às regras pactuadas no contrato social, enquanto o investidor (sócio participante) acompanha a gestão do capital. Ao final, prestadas as contas, os dividendos são pagos e a sociedade é liquidada.

---

<sup>20</sup>Art. 993 do CC: “O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade.”

<sup>21</sup>Art. 994 do CC: “A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais.”

<sup>22</sup>Art. 994, § 1º, do CC: “A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios.”

<sup>23</sup>Art. 993, parágrafo único, do CC: “Sem prejuízo do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o sócio participante não pode tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier.”

<sup>24</sup>Art. 1007 do CC: “Salvo estipulação em contrário, o sócio participa dos lucros e das perdas, na proporção das respectivas quotas, mas aquele, cuja contribuição consiste em serviços, somente participa dos lucros na proporção da média do valor das quotas.”

De fato, a doutrina sinaliza a possibilidade das sociedades em conta de participação exercerem a função econômica de captação de poupança particular para aplicação em financiamentos de empresas privadas, é o que diz Requião (2003, p. 423), *in verbis*:

Hoje, dadas as condições econômicas reinantes, as sociedades em conta de participação estão revivendo. Capitalistas emprestam seus capitais a empresários para aplicação em determinadas operações, repartindo-se o lucro a final. É comum nos negócios momentâneos de importação, ou quaisquer outros negócios que envolvam aplicação imediata de expressivos capitais.[...] Como se vê, a sociedade em conta de participação constitui moderno instrumento de captação de recursos financeiros para o desenvolvimento econômico, tendo, além disso, amplas e úteis aplicações, dentro do moderno campo do direito comercial.

No entanto, o fator tributário aplicável à SCP diminui significativamente sua atratividade econômica para a constituição de veículos de investimento. Uma breve incursão histórica da legislação tributária demonstra isso claramente.

Inicialmente, o sócio ostensivo contabilizava as operações da conta em participação e distribuía o resultado aos sócios participantes. Cada qual tinha o dever de reconhecer os lucros do seu quinhão e declará-los no imposto de renda (BOZZA, 2007, p.40). Em seguida, com o advento do Decreto-Lei nº 2.303/1986<sup>25</sup>, as sociedades em conta de participação foram equiparadas às pessoas jurídicas para efeitos da legislação do imposto de renda. A IN RFB nº 179/87<sup>26</sup> determinou que os lucros deixassem de ser recolhidos individualmente e passassem a ser tributados coletivamente – como se a SCP fosse uma entidade autônoma –, obrigando o sócio ostensivo a recolher IRPJ, CSLL, PIS e COFINS conjuntamente com os valores de sua responsabilidade.

Recentemente, movimentos da Receita Federal evidenciaram o desejo de tornar a SCP mais independente e auditável, a começar pela IN RFB nº 1.422/13<sup>27</sup> que tornou obrigatória a ECF (Escrituração Contábil Fiscal) e impôs ao sócio ostensivo transmitir separadamente sua escrituração de pessoa jurídica com a escrituração da SCP<sup>28</sup>. Em seguida, a IN RFB

<sup>25</sup>Art. 7º Decreto-Lei 2.303/1986: “Equiparam-se a pessoas jurídicas, para os efeitos da legislação do imposto de renda, as sociedades em conta de participação. Parágrafo único. Na apuração dos resultados dessas sociedades, assim como na tributação dos lucros apurados e dos distribuídos, serão observadas as normas aplicáveis às demais pessoas jurídicas.”

<sup>26</sup>Art. 4º, IN RFB nº 179/87: “Compete ao sócio ostensivo a responsabilidade pela apuração dos resultados, apresentação da declaração de rendimentos e recolhimento do imposto devido pela sociedade em conta de participação.”

<sup>27</sup>Art. 1º da IN RFB nº 1.422/13: “A partir do ano-calendário de 2014, todas as pessoas jurídicas, inclusive as equiparadas, deverão apresentar a Escrituração Contábil Fiscal (ECF) de forma centralizada pela matriz.”

<sup>28</sup>Art. 1º, §1º, da IN RFB nº 1.422/13: “No caso de pessoas jurídicas que foram sócias ostensivas de Sociedades em Conta de Participação (SCP), a ECF deverá ser transmitida separadamente, para cada SCP, além da transmissão da ECF da sócia ostensiva.”



nº1.470/14<sup>29</sup> passou a exigir a inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), dando maior visibilidade aos sócios participantes, cujo desejo sempre foi justamente o oposto.

Deveras, o desequilíbrio fiscal provocado pelas mudanças tirou o atrativo da ausência de personalidade jurídica da sociedade em conta de participação para a indústria de PE/VC e causou o esvaziamento desse tipo societário como veículo de investimento.

### 2.2.2. Sociedade em Comandita Simples

A Sociedade em Comandita Simples é outro tipo societário que possui semelhanças com a *limited partnership*. Isso porque apresenta duas categorias de sócios: uma com funções parecidas com um investidor – o sócio comanditário –; outra com responsabilidades inerentes ao gestor – o sócio comanditado<sup>30</sup>.

O sócio comanditário apenas aporta o capital, sendo que esta é sua única obrigação com a sociedade. Inclusive, está proibido praticar atos de gestão, sob pena de responder ilimitadamente pelos débitos da sociedade<sup>31</sup>. Sua atuação, portanto, é meramente secundária – de mero prestador de capital –, sendo que seus direitos são limitados à participação nas deliberações da sociedade e na fiscalização dos negócios conduzidos pelo sócio comanditado.

O sócio comanditado, por sua vez, é uma pessoa física que assume a condução dos negócios da sociedade, com responsabilidade solidária e ilimitada ante as obrigações sociais. A sociedade deve ser registrada na junta comercial sob o nome do sócio comanditado, mas os sócios comanditários integram obrigatoriamente o contrato social<sup>32</sup> e, conseqüentemente, tornam-se conhecidos perante terceiros que negociam com a sociedade – o que contraria o anseio dos investidores por sigilo, característico na indústria de PE/VC.

Ademais, em face da obrigatoriedade do sócio comanditado ser uma pessoa física, o profissional da entidade criadora que for incumbido da administração do veículo terá que

<sup>29</sup>Art. 3º da IN RFB nº1.470/14: “Art. 3º Todas as pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil, inclusive as equiparadas pela legislação do Imposto sobre a Renda, estão obrigadas a inscrever no CNPJ cada um de seus estabelecimentos localizados no Brasil ou no exterior, antes do início de suas atividades.”

<sup>30</sup>Art. 1045 do CC: “Na sociedade em comandita simples tomam parte sócios de duas categorias: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais; e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota.”

<sup>31</sup>Art. 1047 do CC: “Sem prejuízo da faculdade de participar das deliberações da sociedade e de lhe fiscalizar as operações, não pode o comanditário praticar qualquer ato de gestão, nem ter o nome na firma social, sob pena de ficar sujeito às responsabilidades de sócio comanditado.”

<sup>32</sup>Art. 1045, parágrafo único, do CC: “O contrato deve discriminar os comanditados e os comanditários.”

emprestar seu nome à denominação social perante a junta comercial. Como consequência, seu patrimônio pessoal responderá por todas as obrigações societárias, o que afasta a racionalidade econômica para a estruturação legal do veículo de investimentos sob essa forma societária (MENDES, 2012, p.73).

Como visto, embora existam algumas semelhanças estruturais com a *limited partnership*, o regime jurídico aplicável à sociedade em comandita simples é totalmente incompatível com os veículos de investimentos estruturados sob forma empresária nos Estados Unidos.

### 2.2.3. Sociedade Anônima

A Sociedade Anônima (S.A.) não apresenta grandes semelhanças se comparada à *limited partnership*. Porém, devido a rigorosidade da legislação a que está submetida (Lei nº 6.404/1976), a S.A. tem características atraentes para estruturação de um veículo de investimento de PE/VC. Entre os benefícios, destaca-se a transparência perante investidores, dada a obrigatoriedade de manter divulgação periódica dos atos de gestão e prestação de contas apurada<sup>33</sup>.

Para instituir um fundo PE/VC sob a forma de uma sociedade anônima de capital autorizado, o administrador submete o regulamento elaborado em conjunto com os acionistas à Comissão de Valores Mobiliários (MENDES, 2012, p.85). Uma vez aprovada, a S.A está autorizada para ter o objetivo social de participar no capital social de outras companhias, por meio de aquisição de ações e outros valores mobiliários conversíveis em ações (*ibidem*, p.73).

Para que a sociedade anônima opere da mesma forma como os fundos fechados é necessário que o capital permaneça imutável. Para que isso ocorra, a adesão e a saída dos investidores demanda uma operação contábil especial:

Mediante a emissão de ações nominativas com capital subscrito inferior ao autorizado pelo estatuto social, possibilita a entrada de investidores que subscrevam ações, sendo desnecessária a alteração do estatuto social, desde que o limite autorizado não seja extrapolado. A saída dos investidores ocorreria através da aquisição de suas ações por parte da própria sociedade, na forma prevista pelo art. 47 da Lei no 4.728/1965. Nessas operações, os investidores receberiam pagamento

---

<sup>33</sup>Art. 163, § 1º, Lei 6.404/1976: “Os órgãos de administração são obrigados, através de comunicação por escrito, a colocar à disposição dos membros em exercício do conselho fiscal, dentro de 10 (dez) dias, cópias das atas de suas reuniões e, dentro de 15 (quinze) dias do seu recebimento, cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e, quando houver, dos relatórios de execução de orçamentos.”

do valor contábil de suas ações, além dos lucros acumulados das aplicações, sem que ocorresse a redução do capital social subscrito (*ibidem*)

Assim como acontece nos demais tipos societários descritos nos tópicos anteriores, são os gravames fiscais que diminuem a margem de lucros dos acionistas e, conseqüentemente, tiram a atratividade da S.A. como veículo de investimento. A tributação sobre o lucro obtido em uma venda de participação na companhia investida, por exemplo, é de 15%<sup>34</sup> para operações que representem um ganho líquido superior a R\$20.000,00 (vinte mil reais)<sup>35</sup>.

Uma forma de diminuir a base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido que incide sobre a sociedade anônima de capital autorizado é a remuneração sobre capital próprio (REBELO, 2012, p. 230). A Lei Federal nº 9.249/1995<sup>36</sup> tem a prerrogativa que autoriza o abatimento dos juros sobre capital próprio no cálculo de apuração do lucro real.

Essa medida aumenta a rentabilidade da sociedade transferindo o imposto de renda para os sócios. Do ponto de vista de fundo de investimento, a não incidência de impostos sobre o capital próprio não compromete o lucro dos acionistas, haja vista que estes devem recolher impostos individualmente, tal qual uma SCP antes do advento do Decreto-Lei nº 2.303/1986.

Inobstante a necessidade de adotar medidas pouco ortodoxas para mitigar o impacto tributário, outro inibidor da escolha da S.A. para veículo de PE/VC está na falta de segregação patrimonial entre gestores e investidores. É condição *sine qua non* que os investidores se tornem sócios do próprio veículo, passando a integrar o patrimônio da sociedade criada. Com efeito, ficam obrigados ao pagamento de dívidas estranhas à atividade de investimentos caso a S.A. não adote práticas satisfatórias de governança corporativa<sup>37</sup> (MENDES, 2012, p.74).

---

<sup>34</sup>Art. 9º, IN RFB nº 1.022/2010: “A incidência do imposto sobre a renda na fonte sobre os rendimentos auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, nas aplicações em fundos de investimento, classificados como de curto ou de longo prazo, ocorrerá: II - 15% (quinze por cento) no caso de fundos de investimento de longo prazo.”

<sup>35</sup>Art. 35, MP nº252/2005 faz vigorar a seguinte redação ao artigo 22 da Lei nº 9.250/1995: “Fica isento do imposto de renda o ganho de capital auferido na alienação de bens e direitos de pequeno valor, cujo preço unitário de alienação, no mês em que esta se realizar, seja igual ou inferior a: I - R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), no caso de alienação de ações negociadas no mercado de balcão.”

<sup>36</sup>Art. 9º, Lei nº 9.249/1995: “A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.”

<sup>37</sup>Governança Corporativa é uma alusão ao ato de governar uma empresa (LAUTENSCHLEGER, 2005, p. 29)

Em suma, nenhum dos tipos societários combina todas as características da *limited partnership*. Consequentemente, as adaptações jurídicas carecem de segurança aos investidores: ora pela alta carga tributária, ora pela falta de segregação patrimonial. Em última instância, resta dilapidada a coerência econômica de constituir um fundo sob a forma societária no Brasil.

### 2.3. ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS SOB A FORMA DE CONDOMÍNIO

A atividade de PE/VC, como visto, é a soma de esforços de diferentes agentes que distribuem riscos para promover maior segurança, rentabilidade e liquidez aos investimentos. Por soma de esforços, entende-se comunhão de recursos; por distribuição de riscos, leia-se diversificação dos investimentos.

O investidor que aporta capital em uma só empresa, sob a forma de ações como parte representativa do capital fixo, em princípio tem baixa liquidez. O alto risco de investir os recursos em um único empreendimento é superado pela diversificação – possível em face da comunhão de bens. Desta forma, o alto resultado de algumas empresas compensa o baixo de outras e, assim, chega-se a uma rentabilidade média satisfatória (ALONSO, 1971, p. 227).

Nesse modelo, a vontade por parte dos investidores de se relacionarem é irrelevante, importando apenas a comunhão patrimonial materializada no fundo de investimentos. A relação jurídica é de natureza obrigacional. Inexiste, portanto, a *affectio societatis*<sup>38</sup>, ou qualquer relação associativa inerente às sociedades empresárias (MENDES, 2012, p. 75).

Com efeito, a estruturação dos veículos de investimento sob a forma de condomínio ganhou força no ordenamento jurídico brasileiro após a CVM defini-lo como forma de constituição da indústria de PE/VC. Mudança que foi deflagrada pela instrução normativa que regula os FMIEE<sup>39</sup> e, em seguida, os FIP<sup>40</sup>.

Esses fundos devem ser administrados por pessoas jurídicas que atendam às exigências da IN CVM nº 306/1999 e que estejam devidamente autorizadas pela CVM a prestar serviços de administração de carteira de valores mobiliários. A mesma instrução aplica-se aos gestores

---

<sup>38</sup>*Affectio societatis* é o termo latim que representa a declaração de vontade expressa e manifestada livremente pelo(s) sócio(s) de desejar(em), estar(em) e permanecer(em) juntos na sociedade.

<sup>39</sup>Art. 1º da IN CVM nº 209/94: “O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado [...]”.

<sup>40</sup>Art. 2º IN CVM nº 391/03: “O Fundo de Investimento em Participações, constituído sob a forma de condomínio fechado [...]”.

das carteiras de investimento que, por outro lado, podem ser tanto pessoas jurídicas quanto pessoas físicas.

Como consequência da fiscalização da CVM, a gestão do patrimônio deve ser compatível com alto nível de transparência e com as melhores práticas de governança corporativa. A especialização dos profissionais à frente das transações mobiliárias, que constantemente monitoram a precificação dos ativos e o risco das operações, favorece um melhor aproveitamento de recursos alocados (*ibidem*). Ademais, a obrigação de resolver os conflitos por meio de arbitragem – historicamente mais célere que a justiça comum e que, em regra, faz prevalecer o *pacta sunt servanda*<sup>41</sup> – confere maior segurança aos investidores.

Os fundos focados em investimento em participações societárias foram inicialmente regulamentados pelas IN nº 209/1994, que introduziu os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Quase uma década depois, foram criados os Fundos de Investimentos em Participações (FIP), através da IN nº 391/2003, que ampliou o benefício da estrutura erigida previamente e permitiu o investimento em empresas de diferentes portes (ABVCAP, 2014, p.4).

A participação dos investidores nesses veículos se dá por intermédio da titularidade das chamadas *cotas*, que representam o seu coinvestimento em ativos pertencentes ao fundo. Os investidores possuem direito sobre a carteira de investimento como um todo e, individualmente, cada cotista tem direito sobre a totalidade da carteira, proporcionalmente ao número de cotas que detém (*ibidem*).

### **2.3.1. Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE)**

No Brasil, o *Venture Capital* é representado pelos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), que foram criados pela IN CVM nº 209/94, promulgada em 25 de março de 1994. Geralmente, os fundos possuem prazo de duração de dez anos<sup>42</sup>, mas são passíveis de prorrogação por decisão de mais da metade do capital em Assembleia Geral de Cotistas<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup>*Pacta sunt servanda* é um brocardo latino que significa "os pactos devem ser respeitados" ou mesmo "os acordos devem ser cumpridos". Trata-se de um princípio base do Direito Civil.

<sup>42</sup>Art. 2º da IN CVM nº 209/94: "O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários."

<sup>43</sup>Art. 12 da IN CVM 209/94: "Compete privativamente à Assembleia Geral de Quotistas: VIII – deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo."

A simetria que enseja a comparação entre VC e FMIEE baseia-se nos quesitos tributação, perfil de investimento e volume do aporte de capital. Conforme supramencionado, para que incida a tributação sobre o ganho de capital – assim como acontece na *limited partnership* – é necessário que o fundo seja um condomínio. Razão pela qual logo em seu artigo 1º, a Instrução Normativa determinou que o fundo seja constituído sob tal forma:

O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, **constituído sob a forma de condomínio** fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão “Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes”. (CVM, 1994, grifo nosso)

A iniciativa de constituir o FMIEE normalmente é do gestor, que recruta um administrador, prospecta investidores interessados e propõe um regulamento. Juntos, deliberam sobre os termos do deste e, havendo consenso, submetem-no à CVM para aprovação (MENDES, 2012, p.85). Antes de iniciar as atividades, entretanto, é preciso registrá-lo no Cartório de Títulos e Documentos e comprovar a subscrição da totalidade de cotas relativas ao capital social<sup>44</sup> – burocracia que visa conferir maior segurança aos investidores.

No mesmo sentido, a CVM estabeleceu outras regras que oferecerem ainda mais segurança ao capital investido, haja vista tratarem-se de empresas emergentes com perfil de risco maior do que aquelas investidas pelos fundos de *Private Equity*, por exemplo. Assim, obriga que 25% dos recursos do FMIEE sejam aplicados em fundos de renda fixa, em títulos de renda fixa ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado<sup>45</sup>. Os outros 75% deverão ser aplicados em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup>Art. 3º da IN CVM 209/94: “Uma vez constituído o Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento. §1º A autorização para funcionamento do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes dependerá do cumprimento dos seguintes requisitos: I - prévio registro de distribuição pública de quotas, se for o caso (art. 22, parágrafo único); II - comprovação da subscrição da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial; III - termo de constituição do Fundo, registrado no Cartório de Títulos e Documentos.”

<sup>45</sup>Art. 26, §1º, da IN CVM 209/94: “§1º A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.”

<sup>46</sup>Art. 26 da IN CVM 209/94: “Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.”

Com efeito, para assegurar que o fundo mantenha o foco nos valores mobiliários emitidos por empresas emergentes, a IN 470/08 promoveu uma alteração à IN 209/94, definindo que empresas emergentes são aquelas cujo faturamento líquido anual seja inferior a R\$ 150 milhões, apurado no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão<sup>47</sup>.

No entanto, o limite será determinado no momento do primeiro investimento e não terá aplicação quando o fundo efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquela mesma companhia. Da mesma forma, a normativa vedou ao FMIEE investir em companhias cujo controle acionário seja detido por um grupo de sociedades, de fato ou de direito, com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 300 milhões<sup>48</sup>.

Com tantas restrições, faz-se que a administração do FMIEE compita apenas à pessoa física ou jurídica devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>49</sup>. Normalmente, os administradores são instituições financeiras que fazem a custódia do dinheiro, sendo-lhes vedado prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma em nome do fundo<sup>50</sup>. Por outro lado, o FMIEE está autorizado a realizar operações com derivativos, contanto que não sejam operações para fins exclusivamente de proteção patrimonial<sup>51</sup>.

Recentemente, pressupondo que apenas investidores com vasto conhecimento de mercado estariam aptos a assumir esse risco sem grande dilapidação patrimonial em face às perdas, a Instrução CVM 554, promulgada em 17 de dezembro de 2014, restringiu a participação em FMIEE apenas aos investidores qualificados<sup>52</sup>.

---

<sup>47</sup>Art. 1º, §1º, da IN CVM 209/94: “Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.”

<sup>48</sup>Art. 1º, §3º, da IN CVM nº 209/94: “É vedado ao Fundo investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de Reais).”

<sup>49</sup>Art. 6 da IN CVM nº 209/94: “A administração do FUNDO, compete à pessoa física ou jurídica autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários”.

<sup>50</sup>Art. 38, I, II e III, da IN CVM nº 209/94: “É vedado ao administrador, em nome do fundo: I - receber depósito em conta corrente; II - contrair ou efetuar empréstimos sob qualquer modalidade; III - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma.”

<sup>51</sup>Art. 26, §4º, da IN CVM nº 209/94: “É vedado ao fundo realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações sejam realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial.”

<sup>52</sup>Art. 5º da IN CVM nº 554/14, incluiu o §3º ao art. 3º da IN CVM nº 209/94: “Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.” Por investidores qualificados, o art. 9º-B, II, da mesma IN define como: “pessoas naturais ou jurídicas que possuam

Estruturado o veículo de investimento com gestor, administrador e investidores qualificados, o fundo atém-se ao exercício da sua atividade: adquirir valores mobiliários de empresas emergentes. O FMIEE almeja investir em tipos societários cuja burocracia para entrada de novos investidores seja menor e menos onerosa – daí o porquê da preferência pelas S.A., em que a entrada de novo acionista prescinde apenas da simples transferência de ações no livro da sociedade (*ibidem*, p.86). Ademais, o negócio jurídico celebrado com sociedades anônimas permite uma pluralidade de contratos para proteger o investimento, os quais serão pormenorizados no Capítulo 3.

### 2.3.2. Fundo de Investimento em Participações (FIP)

O *Private Equity* brasileiro é conhecido como Fundo de Investimento em Participações (FIP) e sua regulação é dada pela IN CVM nº 391, promulgada em 16 de Julho de 2003. A classificação que vincula o FIP ao modelo de PE segue os mesmos critérios que vinculam o FMIEE ao *Venture Capital*: tributação, perfil de investimento e volume do aporte de capital. Entre as diferenças desses dois tipos de fundos, destacam-se o perfil do investimento e o volume do capital aportado.

O FIP é constituído sob a forma de condomínio fechado, com o intuito de aquisição de valores mobiliários em companhias, como preconiza o *caput* do artigo 2º da referida instrução normativa:

O Fundo de Investimento em Participações, **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. (CVM, 2003, grifo nosso)

Sua constituição apresenta muitas semelhanças com o FMIEE, a exemplo da iniciativa de criação do fundo, como o início normalmente dado pelo gestor que recruta um administrador, prospecta investidores interessados e propõe um regulamento a ser submetido à CVM<sup>53</sup>. Já as diferenças da criação do primeiro em relação ao segundo, basicamente, remontam-se: (i) ao momento da subscrição das cotas relativas ao capital social, que no FIP é

---

investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.”

<sup>53</sup>Art. 3º da IN CVM nº 391/03: “O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM.”



realizada na medida em que o administrador faz chamadas<sup>54</sup>; e (ii) à concessão da autorização para funcionar, que no FIP, após protocolo do rol de documentos exigidos no cartório de títulos e documentos, é automática<sup>55</sup>.

Tais diferenças têm uma relação direta com o volume de capital necessário para as operações e, conseqüentemente, com o estágio de desenvolvimento das empresas-alvo. Enquanto os FMIEE estão focados em empresas emergentes com um faturamento limitado<sup>56</sup>, os fundos de investimento em participação não estão restritos a um setor específico e as investidas podem ter qualquer faturamento (geralmente são empresas maiores). Isso contribuiu para a mencionada flexibilização do momento da subscrição das cotas, haja vista o volume de capital necessário para o aporte (MENDES, 2012, 90).

Inclusive, o FIP também se apresenta como um excelente instrumento de reestruturação de dívida para empresas em processo de recuperação judicial. Nesses casos, excepcionalmente, será admitida a integralização de cotas com bens ou direitos, desde que estejam vinculados ao processo de recuperação judicial da empresa-alvo<sup>57</sup>.

Dada a natureza das operações, a CVM entende que os investidores dos fundos de investimento em participações devem investir, pelo menos, R\$100.000,00 (cem mil reais) e serem qualificados<sup>58</sup>. A comissão conferiu-lhes a liberdade para estabelecer o prazo de duração do fundo no regulamento, sendo-lhes facultada a liquidação antecipada, ou prorrogação do prazo, mediante decisão em Assembleia Geral<sup>59</sup>. Por consequência, a

---

<sup>54</sup>Art. 2º, §5º, da IN CVM nº 391/03: “O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.”

<sup>55</sup>Art. 4 da IN CVM nº 391/03: “O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos [...]”.

<sup>56</sup>Art. 1º, §1º, da IN CVM nº 209/94: “Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.”

<sup>57</sup>Art. 2º, §1º, da IN CVM nº 391/03: “§1º Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.”

<sup>58</sup>Art. 5 da IN CVM nº 391/03: “Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).”

<sup>59</sup>Art. 6, XIV, da IN CVM nº 391/03: “O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre: XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações”

administração do fundo deverá ser feita por pessoa jurídica autorizada pela CVM<sup>60</sup>, a qual estará incumbida de realizar os investimentos em consonância com a política de investimentos preestabelecida.

O descumprimento da política de investimentos pode acarretar a responsabilidade do administrador e/ou o gestor da carteira por perdas que o fundo vier a sofrer<sup>61</sup>. Entre as medidas que asseguram o estrito cumprimento das obrigações pelos administradores, destaque-se o fornecimento de documentos. A CVM exige que seja enviado periodicamente:

- (1) o patrimônio líquido do fundo e o número de cotas emitidas; (2) a composição e a diversificação da carteira de investimento do fundo; (3) seu balanço patrimonial; (4) perfil de investimento; e (5) suas demonstrações financeiras (Art. 32, IN CVM nº 391/03).

O propósito da medida é que o administrador divulgue a todos os cotistas – e à CVM – qualquer ato ou fato relevante atinente ao fundo<sup>62</sup>. Suas ações devem estar alinhadas com as decisões da Assembleia e devem apresentar fundamentação pautada em estudos e análises de investimento, de modo que assegurem aos cotistas acesso às informações que possam influenciar o preço das cotas<sup>63</sup>. O FIP deve ter seus respectivos ativos avaliados e precificados de acordo com as disposições previstas em seus respectivos regulamentos (ABVCAP, 2014, p.7).

O ingresso do fundo de investimento em participações na sociedade se oficializará por uma pluralidade de contratos, assim como nos FMIEE. A detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, a celebração de acordo de acionistas ou, ainda, a celebração de

---

<sup>60</sup>Art. 9º da IN CVM nº 391/03: “A administração do fundo competirá a pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.”

<sup>61</sup>Art. 9º, §3º, da IN CVM nº 391/03: “O gestor e o administrador do fundo responderão pelos prejuízos causados aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento”

<sup>62</sup>Art. 14, V, da IN CVM nº 391/03: “obrigações do administrador: V – elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo.”

<sup>63</sup>Art. 14, VI e VII, da IN CVM nº 391/03: “obrigações do administrador: VI – fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões; VII – se houver, fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento.”

ajuste de natureza diversa asseguram voz ativa na governança corporativa (MENDES, 2012, p. 90).

No caso de investimentos em companhias fechadas, os estatutos de tais companhias deverão ser adaptados para cumprirem as exigências previstas na normativa:

(I) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação, (II) estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração, (III) disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia, (IV) adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários, (V) no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de Bolsa de Valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e, (VI) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM. (Art. 2º, §4º, da IN CVM nº 391/03)

Essas medidas têm por objetivo minorar a assimetria informacional e assegurar melhores resultados para o investimento (conforme premissa mencionada no Capítulo 1.). Inobstante, cumpre destacar que os instrumentos jurídicos utilizados pelos fundos com o intuito de proteger os investimentos serão abordados no Capítulo 3.

Por oportuno, importante salientar que com o controle da gestão em mãos, o FIP pode participar de negociações de aquisição de outras companhias e de financiamentos perante instituições públicas – como o BNDES –, o que reduz o custo de capital.

Contudo, por quase 10 anos os FIP foram impedidos de contrair empréstimos com essas instituições, em virtude da impossibilidade do administrador prestar garantias, por força do artigo 35, III, da IN CVM nº 391/03<sup>64</sup>. Foi com a promulgação da instrução normativa nº 535/13 que o inciso XXIII<sup>65</sup> do art. 6º da IN 391 foi alterado para conferir ao administrador o direito de prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma em nome do fundo. Decisão essa, condicionada à aprovação por maioria qualificada dos cotistas em Assembleia Geral (ABVCAP, 2014, p. 7).

---

<sup>64</sup>Art. 35, III, da IN CVM nº 391/03: “É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo: III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da maioria qualificada dos cotistas reunidos em assembleia geral, desde que o regulamento do fundo preveja essa possibilidade.”

<sup>65</sup>Art. 6º, XXIII, da IN CVM nº 391/03: “possibilidade de a assembleia geral de cotistas deliberar sobre a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo.”

Recentemente, a IN CVM 555/14, promulgada em 17 de dezembro de 2014, trouxe importantes mudanças na comunicação entre fundos e cotistas. Entre elas, destaca-se a celeridade advinda da possibilidade de divulgar as informações por meios eletrônicos<sup>66</sup>.

Embora o movimento seja no sentido de promover cada vez mais transparência às operações de FIP, a instrução normativa nº 391/2003 foi muito leniente no âmbito da forma de operacionalização desses fundos. A complexidade inerente ao mercado de *Private Equity* pressupõe a necessidade de promover uma análise subjetiva dos envolvidos na constituição do fundo antes da concessão da autorização para início das atividades; e não simplesmente homologar a documentação enviada.

Ademais, considerando as diferentes fontes de capital desses veículos de investimento – como órgãos de fomento e fundos de pensão –, o potencial de impacto econômico e social dos fundos de investimento em participações é demasiado. Portanto, em vez de conceder tanta discricionariedade aos administradores e prestadores de serviço do FIP, a CVM poderia ter assegurado aos potenciais investidores maior transparência e participação nas tomadas de decisão.

## 2.4. REGIME TRIBUTÁRIO E PATRIMONIAL DOS FMIEE E FIP

### 2.4.1. Tributação sobre ganho de capital

A tributação sobre a renda auferida por ganhos em liquidações de FIP e FMIEE é normatizada pela Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006. O imposto de renda pelos ganhos na liquidação do fundo tem alíquota de 15%, sendo a base de cálculo a diferença positiva entre o valor da liquidação da cota e o valor pelo qual ela foi adquirida. É o que se vê no artigo 2º da referida lei, *in verbis*:

Os rendimentos auferidos no resgate de cotas dos Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas (BRASIL, 2006).

---

<sup>66</sup>Art. 59 da IN CVM 555/14: “O administrador deve remeter, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, os seguintes documentos.”

Os fundos constituídos regularmente e na forma reconhecida pela legislação do Imposto de Renda não têm obrigação de pagar Imposto sobre Operações Financeiras<sup>67</sup>.

Aos investimentos externos, o estímulo se dá através da isenção do imposto de renda ao investidor estrangeiro, pessoa física ou jurídica, residente ou domiciliado em país que tribute a renda com alíquota máxima inferior a 20%<sup>68</sup>. Para tanto, o investidor do estrangeiro também não pode ter mais de 40% das cotas dos FIP ou FMIEE investido<sup>69</sup>. Trata-se de uma medida que visa evitar a dupla tributação da renda desses investidores com residência fora do Brasil, mas que promove um claro desestímulo àqueles que residem em paraísos fiscais.

Para que o fundo seja tributado de acordo com essas normas, ele deve observar outras regras dispostas no art. 2º, §§ 3º e 4º da referida lei:

O disposto neste artigo aplica-se somente aos fundos referidos no caput deste artigo que cumprirem os limites de diversificação e as regras de investimento constantes da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários. § 4º Sem prejuízo da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de Fundo de Investimento em Empresas Emergentes e de Fundo de Investimento em Participações, além do disposto no § 3º deste artigo, os fundos deverão ter a carteira composta de, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de ações de sociedades anônimas, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição. (BRASIL, 2006)

Importante frisar que, em caso de descumprimento desses preceitos, a tributação dar-se-á pela aplicação do art. 2º, §5º da Lei nº 11.312/2006 e art. 1º da Lei nº 11.033/2004, conforme tabela abaixo:

---

<sup>67</sup>Art. 2º, IV, da Portaria MF nº 264/99: “Ficam sujeitas à alíquota zero as operações: IV de resgate de quotas dos fundos de investimento em ações, assim considerados pela legislação do imposto de renda.”

<sup>68</sup>Art. 3º da Lei nº 11.312/06: “Fica reduzida a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos nas aplicações em fundos de investimento de que trata o art. 2º desta Lei quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, individual ou coletivo, que realizar operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.”

<sup>69</sup>Art. 3º, §1º, I, da Lei nº 11.312/06: “O benefício disposto no caput deste artigo: I - não será concedido ao cotista titular de cotas que, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, represente 40% (quarenta por cento) ou mais da totalidade das cotas emitidas pelos fundos de que trata o art. 2º desta Lei ou cujas cotas, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 40% (quarenta por cento) do total de rendimentos auferidos pelos fundos.”

**Tabela 2: Imposto de Renda sobre rendimento em aplicações financeiras**

Alíquota	Prazo
22,5%	Até 180 dias
20%	De 181 até 360 dias
17,5%	De 361 até 720 dias
15%	Acima de 720 dias

Fonte: Elaboração do autor utilizando-se das informações da Lei nº 11.033/2004 – Acesso em: 10 mai. 2015

#### 2.4.2. Unidade patrimonial

No âmbito da constituição de um fundo de PE/VC é fundamental afastar a possibilidade de que circunstâncias exógenas à operação afetem o patrimônio do veículo de investimentos e, por consequência, deteriorem injustificadamente o capital dos investidores ou daqueles que fazem a sua gestão. Daí a relevância do tema *unidade patrimonial*, o qual tem como escopo esclarecer questões como a relação das dívidas pessoais dos gestores, administradores e demais cotistas com o patrimônio do fundo.

Inicialmente, cumpre destacar que o patrimônio consiste em um complexo de relações jurídicas de uma pessoa dotadas de valor econômico, compreendendo tanto direitos de ordem econômica quanto dívidas. Trata-se de um conceito ligado à personalidade, sendo uma extensão dela. Portanto, qualquer pessoa – natural ou jurídica – possui um patrimônio, mesmo que não seja composto por bens materiais (BEVILAQUA, 2007, p. 173).

Para Caio Mário (2014), a regra geral do código civil determina que os bens de uma pessoa devem garantir o cumprimento de todas as obrigações assumidas, sem distinção de credores, em razão do caráter vinculativo do patrimônio à personalidade. Entendimento que consubstancia o princípio da indivisibilidade do patrimônio.

Apesar de omitir a palavra *patrimônio*, o Código Civil tratou-o no artigo 91 como um “complexo de relações jurídicas”, categorizando-o como conjunto de bens de uma pessoa em universalidade de direito e de fato. Universalidade de direito é definido como o “complexo de relações jurídicas de uma pessoa dotadas de valor econômico”<sup>70</sup>; universalidade de fato, por sua vez, como “a pluralidade de bens singulares que, pertinentes à mesma pessoa, tenham

<sup>70</sup>Art. 91 do Código Civil dispõe que: “Constitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”.

destinação unitária”<sup>71</sup>.

No que concerne à universalidade de fato, o ordenamento jurídico prevê exceções à indivisibilidade ao reconhecer situações em que o titular do patrimônio pode dispor de seus bens, agrupando-os para uma destinação comum e tornando-os objeto de relações jurídicas próprias<sup>72</sup>.

Nesta senda, o proprietário que deseja exercer determinada atividade econômica pode utilizar um acervo de bens, unindo-os por uma destinação comum e formando uma unidade que se destaca dos bens que a compõem (GOMES, 2000, p. 227). É o que permite a criação de uma sociedade empresária, por exemplo, que se dá quando o proprietário congrega seus bens pessoais para a formação de uma nova pessoa jurídica, com patrimônio distinto e separado que serve para atender aos credores desta.

No entanto, destinar bens para uma finalidade específica deve respeitar os requisitos legais e, frise-se, não significa permissão para um indivíduo constituir mais de um patrimônio. Os bens segregados continuam a integrar o patrimônio geral do titular, mas passam a ser afetados por uma função determinada, tornando-se autônomos. A doutrina classifica-os como patrimônio de afetação (CHALHUB, 2003, p. 67).

O patrimônio de afetação é incomunicável por natureza, sendo que os bens que o compõem respondem exclusivamente pelas dívidas contraídas nas atividades em relação às quais foram afetados (*ibidem*, p. 68). O núcleo de bens segregados serve apenas para satisfazer um grupo de credores, o que os impede de recorrer a outros bens do devedor que não tenham sido objeto de afetação.

Em que pese a aplicação do raciocínio apresentado, os FIP e FMIEE são exemplos cristalinos de universalidade de fato. Pois, a constituição destes é feita livremente através de um contrato firmado entre instituição administradora e investidores, sendo que os recursos transferidos por estes são convertidos em cotas que representam uma fração da massa patrimonial unitária, com relações jurídicas próprias e objetivo específico.

Como visto, a legislação relativa aos FIP e FMIEE define-os como comunhão de recursos constituídos sob a forma de condomínio. À comunhão de recursos, Pontes de Miranda (2001) entende não ser possível atribuir personalidade jurídica. Logo, o condomínio

---

<sup>71</sup>Art. 90 do Código Civil dispõe que: “Constitui universalidade de fato a pluralidade de bens singulares que, pertinentes á mesma pessoa, tenham destinação unitária.”

<sup>72</sup>Art. 90, parágrafo único, do Código Civil dispõe que: “Os bens que formam essa universalidade podem ser objeto de relações jurídicas próprias.”

não pode ser considerado pessoa jurídica e, portanto, não pode deter patrimônio.

Com efeito, a atividade de intermediação praticada pelos fundos configura gestão do patrimônio alheio, pois a partir do momento em que o capital é aportado, o investidor deixa de dispor dele e o administrador passa a fazer sua custódia dos valores. E, na prática, o gestor adquire a titularidade fiduciária, uma vez que está incumbido de investir os ativos estritamente em títulos e valores mobiliários conforme previsão do regulamento do fundo (MENDES, 2012, p. 101).

Conseqüentemente, o patrimônio do fundo encontra-se protegido contra dívidas pessoais do administrador, do gestor e dos cotistas. Mesmo nas hipóteses de dívida pessoal de algum dos cotistas, a quitação é dada através da expropriação de cotas de sua titularidade, alterando-se somente o quadro de cotistas, enquanto os bens do fundo seguem intocados. A separação patrimonial também protege o patrimônio das sociedades gestora e administradora do pagamento de dívidas contraídas pelo fundo, contanto que ocorram por motivos exógenos e alheios à sua vontade (*ibidem*).

Em síntese, a definição legal de que os fundos de FMIEE e FIP são condomínios, denota a existência de uma universalidade de fato, já que seus bens estão afetados para uma finalidade comum. Desta forma, seu patrimônio fica submetido a um regime jurídico que assegura a incomunicabilidade com quaisquer negócios jurídicos de natureza pessoal dos envolvidos na operação, mantendo-o incólume para a consecução da sua finalidade precípua.



### 3. SEGURANÇA JURÍDICA NA OPERAÇÃO DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

#### 3.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

O ciclo de um fundo de PE/VC, conforme apresentado no Capítulo 2, é dividido em três grandes momentos: constituição do veículo de investimentos, sua operacionalização e a liquidação. Tendo em vista que a fase de *constituição* foi o objeto de análise do capítulo anterior, faz-se necessário dar destaque às fase de operacionalização e liquidação

Na fase de *investimento* as principais atividades são: prospecção de oportunidades, negociação com empreendedores, realização dos investimentos e acompanhamento das empresas do portfólio com o intuito de maximizar sua valorização e minimizar conflitos que possam representar riscos à operação (ABDI, 2010, p. 88).

Finalmente, chega-se à fase de *liquidação*, que, caso atenda às expectativas iniciais, consiste na revenda da posição acionária por um valor superior ao custo de aquisição (MENDES, 2012, p. 65).

Por ocasião deste ciclo são desencadeadas diversas relações jurídicas que necessitam de um ordenamento jurídico capaz de oferecer estrutura condizente com a complexidade inerente à indústria de capital de risco.

No decorrer deste capítulo, investigar-se-á a segurança jurídica no ambiente institucional que regula as operações de PE/VC; após, demonstrar-se-á as etapas de investimento como viés pragmático da redução de riscos; então, passar-se-á às medidas assecuratórias na gestão das empresas investidas para a realização dos ganhos financeiros almejados.

#### 3.2. SEGURANÇA JURÍDICA E A REGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE PE/VC

Em que pese a construção de um ambiente capaz de oferecer segurança para todos os envolvidos na indústria de PE/VC, quer seja às empresas, investidores, gestores ou administradores de fundos, faz-se necessário delinear o que é segurança jurídica.

Por conseguinte, deve-se contextualizar a normatização do Mercado de Capitais, o qual compete regulamentar as operações de FIP e FMIEE e a gestão das companhias de capital aberto.

### **3.2.1. Princípio da segurança jurídica**

A vida em sociedade requer limites para que a convivência entre os homens seja pacífica. Para a construção de relações sociais hígdas é imprescindível que exista segurança para que os indivíduos possam conduzir, planificar e conformar autônoma e responsabilmente suas vidas. Eis que surge a organização jurídica como forma de proteger direitos fundamentais como a vida, a liberdade e a propriedade. O produto desta organização é a constituição de um Estado de Direito onde precipuamente exista segurança jurídica e proteção à confiança (CANOTILHO, 1999, p. 252).

José Afonso Silva entende que a segurança jurídica é uma decorrência da segurança do direito, e se harmoniza com o valor de justiça, “na medida em que a Constituição tem por missão assegurar a vigência e eficácia do princípio da dignidade da pessoa humana, em que se centram todas as demais manifestações dos direitos fundamentais do homem” (SILVA, 2003, p. 16).

Dentro desse contexto, o constitucionalista observa que a segurança jurídica pode ser percebida em sentido amplo e em sentido estrito. O primeiro envolve a garantia geral de direitos que se consagram constitucionalmente; o segundo, consiste na “garantia de estabilidade e certeza das relações jurídicas, permitindo que os indivíduos prevejam os efeitos de suas condutas, os quais não poderão ser atingidos por futura mudança legislativa” (*ibidem*).

O sentido amplo da segurança jurídica se assemelha ao conceito de segurança do direito, ao passo que, segurança jurídica em sentido estrito está mais focada no aspecto formal, típico do Estado de Direito Liberal e característico dos sistemas jurídicos positivados, nos quais é possível identificar o momento exato da entrada em vigor de uma lei e da revogação daquela que a antecedia. Relaciona-se, ainda, aos efeitos temporais das leis, os quais, como regra, não podem retroagir para atingir fatos consumados sob a vigência da lei anterior (OLIVEIRA, 2008).

Portanto, segurança jurídica consiste e depende da existência de um conjunto de normas definidas e coerentemente aplicadas por instituições dotadas de poder legítimo. O produto destas normas deve ser a previsibilidade de comportamentos e consequências.

Sob outro prisma, é possível analisar a questão da segurança jurídica pela ausência dela. A existência de lacunas ou inconsistências no ordenamento jurídico gera um ambiente de imprevisibilidade para seus jurisdicionados, a partir do qual é possível fazer uma análise inversa dos fatores que configuram segurança jurídica. Por exemplo, a omissão da regulação eficaz e eficiente pelo Poder Público, sobretudo em ambientes altamente dinâmicos – como o Mercado de Capitais –, pode resultar em conflitos de difícil resolução, o que gera insegurança àqueles que os integram. Conclui-se, portanto, que a regulação é fundamental para a criação de ambientes juridicamente seguros.

Em que pese a contextualização do princípio da segurança jurídica às operações de PE/VC, os itens a seguir propõem-se a investigar o ambiente regulatório das relações entre os fundos de FIP e FMIEE e companhias investidas.

### **3.2.1. Ambiente legal, regulatório e autorregulatório do Mercado de Capitais**

A atividade dos fundos de investimento consiste na participação temporária no capital social de companhias, com o propósito de promover sua valorização e, posteriormente, auferir ganhos através da revenda de ações. Em virtude da dinamicidade do mercado, a manutenção da indústria de PE/VC depende da ininterrupta construção de um ambiente regulatório capaz de oferecer respostas jurídicas eficazes e tempestivas.

A consolidação do mercado de capitais propício à indústria de PE/VC e, por consequência, incentivador do desenvolvimento econômico-social subsidiado com capital privado, perpassa por um modelo normativo que priorize a segurança jurídica nas relações de poder nas sociedades anônimas. Para tanto, o legislador se espelhou nas normas aplicadas aos mercados estrangeiros, entre os quais, invariavelmente, destacou-se o modelo anglo-saxão, em especial, o vigente nos Estados Unidos, cuja a indústria de capital de risco é mais desenvolvida do mundo (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2006, p. 50).

No modelo anglo-saxão, a intervenção estatal na economia e, especificamente, no mercado de capitais é baixa. Com isso, desenvolveram-se sistemas de autorregulação fortes, administrados por órgãos privados, que regularam a conduta dos agentes no interesse de todos

os participantes do mercado (SHAYER, 2002, p. 75-86). Por isso, há muito tempo a bolsa de valores e as entidades de balcão organizado desses países têm seus próprios níveis de exigência das práticas de governança corporativa.

No Brasil, em contrapartida, essa lógica de seleção natural pelo mercado não se aplica. Portanto, para criar um ambiente que seja ao mesmo tempo propício ao crescimento econômico e adequado às peculiaridades internas, as regras de mercado de capitais devem estar estruturadas na mudança das normas societárias (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2006, p. 51-52).

Com o propósito de promover soluções mais céleres às demandas regulatórias, em 2001 foi editada a Medida Provisória no 8 (convertida na Lei no 10.411, promulgada em 26 de Fevereiro de 2002), a qual conferiu à Comissão de Valores Mobiliários status de agência reguladora, o que reforçou sua autonomia e poder regulador.

No mesmo ano, influenciado pelos preceitos de governança corporativa, o legislador promulgou a Lei 10.303/2001 (conhecida como Lei da Reforma das S.A.), cujo “o cerne da revisão legal foi a proteção dos pequenos e médios investidores, através de uma tutela legal apropriada a seus interesses” (BETTARELLO, 2008, p.93).

Uma das alterações de maior relevância na Lei da S.A. foi concernente aos direitos políticos dos acionistas, tema diretamente ligado ao número máximo de ações preferenciais<sup>73</sup> emitidas pela companhia. Antes da promulgação da reforma, o texto legal previa a possibilidade de compor o capital social com 2/3 em ações preferenciais. Com a nova edição do artigo 15, 2º<sup>74</sup>, o limite de emissão de ações preferenciais ficou adstrito a cinquenta por cento do capital social, o que contribuiu para a diminuição da concentração de poderes nas mãos de grupos excessivamente pequenos.

Deveras, o projeto de lei 3.519/97 – que deu ensejo à Lei 10.303/2001 – não previa a existência de ações preferenciais sem direito a voto. Por questões eminentemente políticas, isso mudou durante o processo legislativo, o que fomentou duras críticas por doutrinadores e operadores do mercado. No entanto, é inegável que a referida reforma, mesmo tímida, trouxe uma série de benefícios aos acionistas não-controladores.

---

<sup>73</sup>Ações preferenciais são aquelas que, em regra, não dão direito a voto.

<sup>74</sup>Art.15, § 2º, Lei 6.404/1976: “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

Outra questão de suscitou grande controvérsia foi o retorno do *tag along*<sup>75</sup>, que havia sido revogado pela Lei 9.547/97. De suma relevância para os acionistas ordinários minoritários, a inserção do art. 254-A<sup>76</sup> tornou obrigatória a oferta pública de aquisição das ações com direito de voto não integrantes do bloco de controle no caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia. Àqueles que exerceram o *tag along*, restou assegurado um montante não inferior a 80% do valor pago por ação ordinária integrante do bloco de controle. O mesmo não se estendeu aos preferencialistas, cujo único benefício foi a conquista do pagamento de dividendos iguais àquele conferido aos titulares das ações ordinárias.

Porém, os ajustes da Lei 10.303/2001 não foram suficientes para acabar com discrepância no preço das ações ordinárias. O fato destas integrarem, ou não, o bloco de controle é determinante para sua relevância na estrutura de poder da empresa. Essa diferença corrobora para a existência de “duas classes” distintas em um mesmo tipo de ação, o que contrapõe os preceitos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o qual preconiza que “em caso de transferência de controle, mesmo que de forma indireta, a oferta de compra das ações devem ser dirigidas a todos os sócios nas mesmas condições” (2009, p. 25, item 1.5.) – o que inclui o preço do papel.

Felizmente, nesse mesmo período a Bolsa de Valores tratou de corrigir as distorções mercadológicas. Embora não tenha competência para exigir das companhias obrigações adicionais àquelas impostas pela lei, a BM&FBovespa<sup>77</sup> compensou as deficiências do marco legal pela criação de diferentes segmentos de mercados lastreados em níveis de governança corporativa. Trata-se da autorregulação do mercado, que fora desenvolvida “com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias” (BOVESPA, 2015).

As obrigações impostas pela Bolsa têm caráter contratual e a adesão é voluntária. Por este motivo, a companhia que pretender integrar algum dos diferentes níveis de mercado deve celebrar com a BM&F Bovespa um contrato, no qual consente com as obrigações adicionais e sujeita-se, inclusive, a imposição de sanções em caso de descumprimento (REFERÊNCIA).

---

<sup>75</sup>*Tag Along* é o termo em inglês que representa o direito de adesão. Trata-se do direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia.








<sup>76</sup>Art.254-A da Lei 6.404/1976: “A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

<sup>77</sup>BM&FBovespa é a abreviação para Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, que é a bolsa oficial do Brasil.

Os segmentos foram estabelecidos em ordem crescente de exigência das melhores práticas de governança corporativa, dividindo-se em 3 grupos: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O quadro a seguir apresenta o comparativo das principais características entre os segmentos de autorregulação e o mercado tradicional.

**TABELA 3. Resumo das características dos segmentos da BM&F BOVESPA**

Significado das siglas: ON (Ações Ordinárias), PN (Ações Preferenciais), US GAAP (traduzido para “Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos nos Estados Unidos”) e IFRS (traduzido para “Normas e Padrões Internacionais de Contabilidade”)

	<b>Mercado Tradicional</b>	 <b>NÍVEL 1</b> BOVESPA BRASIL	 <b>NÍVEL 2</b> BOVESPA BRASIL	 <b>NOVO MERCADO</b> BOVESPA BRASIL
<i>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</i>	<i>Não há regra</i>	<i>No mínimo 25% de free float</i>	<i>No mínimo 25% de free float</i>	<i>No mínimo 25% de free float</i>
<i>Características das Ações Emitidas</i>	<i>Permite a existência de ações ON e PN</i>	<i>Permite a existência de ações ON e PN</i>	<i>Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)</i>	<i>Permite a existência somente de ações ON</i>
<i>Conselho de Administração</i>	<i>Mínimo de três membros (conforme legislação)</i>	<i>Mínimo de três membros (conforme legislação)</i>	<i>Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes</i>	<i>Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes</i>
<i>Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional</i>	<i>Facultativo</i>	<i>Facultativo</i>	<i>US GAAP ou IFRS</i>	<i>US GAAP ou IFRS</i>
<i>Concessão de Tag Along</i>	<i>80% para ações ON (conforme legislação)</i>	<i>80% para ações ON (conforme legislação)</i>	<i>100% para ações ON 80% para ações PN</i>	<i>100% para ações ON</i>
<i>Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado</i>	<i>Facultativo</i>	<i>Facultativo</i>	<i>Obrigatório</i>	<i>Obrigatório</i>
<i>Níveis crescentes de Governança Corporativa</i>	<i>Atender a regulamentação</i>	<i>Adicionalmente, atender requisitos de transparência</i>	<i>Adicionalmente, atender requisitos societários</i>	<i>Ter apenas ações ordinárias</i>
				

Fonte: BM&F BOVESPA – resumo baseado no site da Bolsa. Acesso em: 17 jun. 2015

As medidas propostas representam a exigência progressiva de práticas de governança corporativa compatíveis com os padrões internacionais, as quais são apreciadas pelos mercados mais desenvolvidos. Implementá-las atrai o capital estrangeiro, fomenta o desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil e, em última instância, gera inúmeros potenciais benefícios às empresas e à economia.

A veracidade dessa afirmativa é atestada pela significativa adesão de empresas aos segmentos especiais da Bolsa. Atualmente, 30 empresas estão no Nível 1, 20 no Nível 2 e nada menos do que 130 no Novo Mercado<sup>78</sup>. Passados quase 15 anos desde a implantação dos níveis diferenciados, pode-se dizer que os números evidenciam a mudança no comportamento das companhias do Mercado de Capitais brasileiro.

Não obstante, todas as conquistas mencionadas não suprimem outras medidas que devem ser adotadas no âmbito do processo de decisão de investir em uma companhia. Assim, as etapas do investimento e suas respectivas medidas protetivas serão objeto de análise do item a seguir.

### 3.3. ETAPAS DO INVESTIMENTO COMO MEDIDA PROTETIVA

Este tópico apresenta o fluxo de negociações entre o empreendedor e a organização gestora do veículo de investimento, bem como os aspectos contratuais envolvidos nesta etapa do ciclo de financiamento.

Cumprir reiterar que a resolução dos litígios advindos desses negócios jurídicos é feita por meio de arbitragem, método alternativo ao Poder Judiciário que, via de regra, busca oferecer respostas técnicas lastreadas no acordo inicial. O fato de fazer prevalecer o *pacta sunt servanda* revigora a importância da precisão na negociação dos termos contratuais.

Embora a prospecção de empresas seja uma constante durante a fase de investimento do fundo, e portanto mais de uma etapa pode ocorrer simultaneamente. Para fins didáticos, entretanto, estas serão tratadas de como uma sequência de eventos: Negociação preliminar – Documentos não vinculativos – Auditoria jurídica (*legal due diligence*) – Documentos definitivos.

---

<sup>78</sup>BOVESPA: **Empresas-listadas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

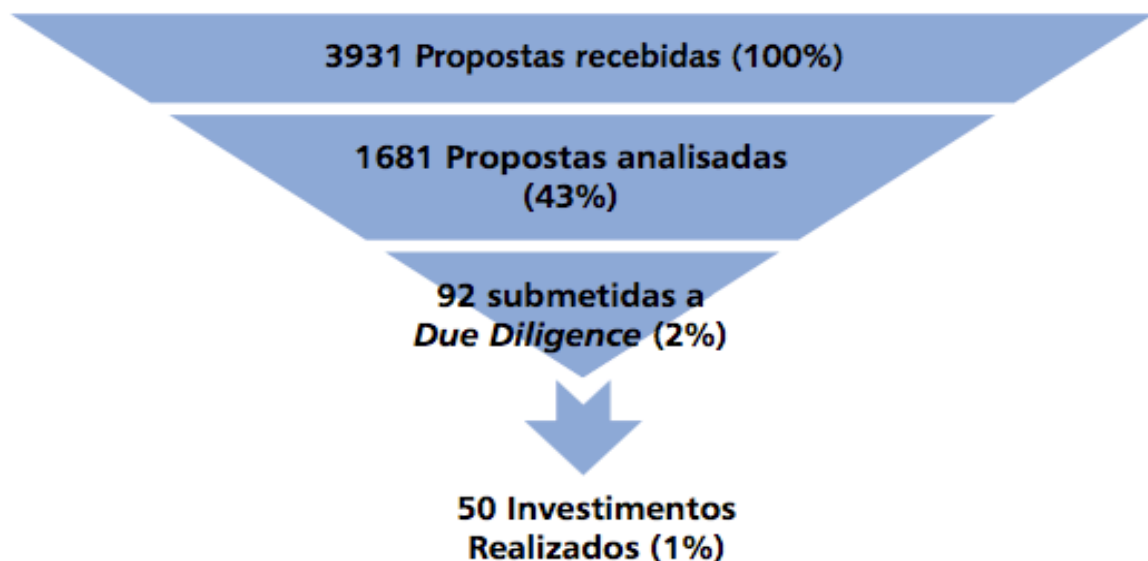
### 3.3.1. Negociação preliminar

Uma das atividades dos analistas que trabalham nas gestoras dos fundos de PE/VC é a originação de oportunidades de investimento. Diariamente, diversos empreendimentos são avaliados com o intuito de encontrar aqueles que se encontram alinhados com a estratégia de investimentos e, por consequência, podem vir a constituir a carteira do fundo.

A negociação preliminar conota o interesse concreto no investimento pela organização gestora. Durante esta fase, o empreendedor e a organização gestora negociam os termos de referência que embasarão o resto do processo até os acordos finais, incluindo, mas não se limitando: (i) ao valor do negócio, (ii) os termos e condições do investimento, (iii) mecanismos e instrumentos que permearão a relação societária e (iv) a saída do negócio (ABDI, 2010, p. 151).

Embora não tenha poder vinculativo entre as partes – e, portanto, não constitua qualquer garantia –, avançar para a fase de negociação preliminar representa um importante passo para o empreendedor na persecução do investimento. Isto, pois, apenas 43% das propostas recebidas por um veículo de investimento seguem para esta fase. É o que demonstra o 2º Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*:

**FIGURA 2. – Conversão de Oportunidades de Negócios em Investimentos na Indústria de PE/VC (Jan – Dez 2009)**





A partir desta figura, pode-se inferir que o processo de seleção por parte das organizações gestoras é bastante rigoroso, sendo que negociação preliminar constitui uma primeira avaliação que permite ao investidor excluir aquelas companhias que não oferecem condições mínimas para receber um aporte de capital. O procedimento para dar seguimento às etapas do investimento com as empresas selecionadas é a celebração de documentos não vinculativos, os quais serão objeto de apreciação do item a seguir.

### 3.3.2. Documentos não vinculativos

Na esteira do desenvolvimento dos negócios – sobretudo no âmbito dos FIP e FMIEE que, geralmente, avaliam empresas com alto grau de inovação cuja complexidade tende a ser considerável –, requer-se cada vez mais atenção à elaboração dos contratos, no sentido de harmonizar seus efeitos e buscar a máxima eficácia e eficiência na consecução dos objetivos preestabelecidos (ABRAHAM, 2008, p.13).

Nesta senda, antes da celebração do investimento, faz-se necessário conduzir a avaliação da companhia de forma clara e transparente para ambas as partes. Para tanto, há mecanismos contratuais que possibilitam o estabelecimento das condições gerais da negociação e, por conseguinte, viabilizam o compartilhamento seguro de informações confidenciais da companhia, cuja avaliação do conteúdo é imprescindível para a decisão do fundo.

Estes documentos são conhecidos como não vinculativos (*non binding documents*) que, como o próprio nome diz, são instrumentos que não vinculam as partes a efetivarem a operação em negociação. Seu propósito é conduzir a avaliação da companhia, as condições gerais de governança exigíveis pelos investidores e as potenciais contingências (SANTOS, 2008, p. 56).

O principal documento não vinculativo é o *term sheet*<sup>79</sup>, no qual estão delineados os principais termos e condições de investimento. O objetivo do *term sheet* é apresentar de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação e auxiliar o preparo do quadro de documentos definitivos do investimento (ABDI, 2010, p. 152).

Em que pese a não vinculação supracitada, cumpre excetuar obrigações como

---

<sup>79</sup>*Term sheet* é um termo em inglês utilizado para expressar o compromisso não-vinculante de investimento.

confidencialidade das informações e exclusividade das negociações entre as partes. Esta, comumente exigida pelos fundos em face dos elevados custos decorrentes do andamento da negociação, como assessoria jurídica, bancos de investimento e consultorias (*ibidem*, p. 153).

Abaixo, segue tabela com os principais termos que são pactuados no *term sheet*:

**Tabela 4. Análise das principais cláusulas do *Term Sheet***

CARACTERÍSTICAS	DEFINIÇÕES (EXEMPLOS)
<b>Avaliação do Negócio</b>	A avaliação do negócio ( <i>valuation</i> ) determina a proporção da participação do investidor em decorrência do capital aportado. Trata-se de um dos principais pontos de negociação entre investidor e empreendedor
<b>Espécie e classe de ações</b>	Assegura ao investidor classe de ação preferencial com direitos políticos distintos, como indicação de membros do Conselho de Administração e o veto às decisões de temas previamente determinados
<b>Conversão automática de ações</b>	Possibilita a conversão automática dos títulos mobiliários em poder do investidor em ações ordinárias, sob certas circunstâncias
<b>Resgate de ações</b>	Permite ao acionista vender suas ações para a própria empresa como forma de reembolso ao montante investido
<b>Anti-Diluição</b>	Protege o investidor contra futuras rodadas de investimento a valor inferior à presente negociação
<b>Direito de Preferência</b>	Preferência na subscrição de novas ações, na transferência de ações ou na compra de ações em tesouraria; Preferência na liquidação ao assegurar ao investidor o recebimento antecipado de uma determinada parte dos resultados antes dos demais acionistas, em caso de liquidação

**Vinculação do direito de venda de ações**

Direito de adesão (*tag along*) permite ao investidor requerer que quando houver uma oferta de compra do controle da empresa, haja também uma oferta de compra de suas ações;

Direito de venda conjunta (*drag along*) cria uma obrigação para que todos os acionistas da empresa vendam suas ações para um comprador potencial caso uma determinada porcentagem dos acionistas vote pela venda para esse comprador;

Direito de primeira recusa (*first refusal*) obriga os acionistas a comunicar o investidor da oferta de compra de ações, o qual poderá decidir equiparar a oferta ou executá-la a um preço mais alto;

Direito de primeira oferta (*first offer*) assegura a preferência ao investidor na compra de ações do acionista que deseja vendê-las

**Direito de voto e representação**

Alocação do controle entre as partes (sócios fundadores e investidores): porcentagem de votos para a efetivação das decisões

Composição do Conselho de Administração de acordo com o interesse das partes

**Não concorrência e Maturação (*Vesting Clauses*)**

Incentiva o empreendedor continuar à frente dos negócios da empresa, seja através de não concorrência, ou por cláusulas que condicionam a disposição sobre suas ações condicionada à permanência na companhia por um tempo determinado (*vesting conditions*)

**Declarações, garantias e confidencialidade**

Declarações e garantias que forneçam uma visão completa precisa da condição da companhia no momento da negociação;

Acordos de confidencialidade (*non disclosure agreement*) asseguram que investidor e empreendedor mantenham total sigilo sobre todas as informações prestadas nas negociações

**Plano de opção de compra de ações**

Plano de opção de compra de ações (*Employee Stock Option Plan*) reserva e aloca uma porcentagem das ações da empresa na forma de opção de compra para alguns de seus empregados atuais e futuros, normalmente baseadas no tempo e/ou desempenho

Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – 2011

Ante o exposto, extrai-se que o *term sheet* deve contemplar todas as condições a serem cumpridas antes do investimento. Inobstante, a negociação de documentos jurídicos definitivos deve ser precedida de um procedimento de verificação das informações prestadas: a auditoria jurídica.

### 3.3.3. Auditoria jurídica (*legal due diligence*)

A expressão *due diligence* indica, pela sua tradução literal, o “devido cuidado” que deve ser empregado na condução de negócios jurídicos, especialmente aqueles ligados aos investimentos em empresas, pois envolvem diversos elementos técnicos e específicos que produzem reflexos em diversas áreas do direito (ABRAHAM, 2008, p.13).

A natureza complexa dessas operações torna premente a realização de um processo investigatório, conduzido por profissionais contratados pelos fundos de PE/VC, para a verificação dos elementos capazes de influir no preço a ser pago pelos papéis da companhia em análise. Para tanto, a adoção de uma metodologia de prospecção detalhada dos dados e informações empresariais é imprescindível para se chegar a um diagnóstico capaz de evidenciar passivos ocultos (*ibidem*, p.191).

A finalidade do processo de diligência, portanto, é realizar uma auditoria geral na empresa alvo a fim de identificar a exata condição em que a operação será realizada. Ao apurar seus ativos, passivos e obrigações contratuais, é possível identificar as contingências capazes de afetar o valor do patrimônio envolvido na operação (ABDI, 2010, p. 161).

Em que pese uma *due diligence* envolver profissionais de diversas áreas do conhecimento, o enfoque desta pesquisa deve ser o aspecto legal, ou seja, o processo de auditoria jurídica, também conhecido como *legal due diligence*. Trata-se de um procedimento

rigoroso de investigação, exame e coleta de informações, munido do pragmatismo necessário aos negócios empresariais, cujo o objetivo é formular uma opinião legal fundamentada sobre a consistência do negócio jurídico (ABRAHAM, 2008, p. 16).

Geralmente, este procedimento é dividido em quatro etapas: planejamento, estabelecimento de protocolos, condução e finalização. A figura abaixo descreve cada uma delas:

**FIGURA 3. As etapas do *due diligence***



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – 2010 – p. 163

Embora o procedimento de *legal due diligence* não seja reconhecido formalmente pelo ordenamento brasileiro como um instituto jurídico, ele compreende:

- estudo completo de todas as atividades operacionais e não operacionais da empresa;
- diagnóstico legal da situação cível, societária, comercial, contratual e do consumidor, tributária, previdenciária, trabalhista, ambiental, de propriedade intelectual, regulatória e dos demais ramos do direito com os quais a empresa interage;
- levantamento de passivo judicial (contencioso processual e administrativo) e;
- emissão de relatório de pontos críticos e recomendações jurídicas, com enfoque para os riscos legais de natureza administrativa, financeira e, inclusive, penal (*ibidem*, p. 15).

A capacidade técnica do corpo jurídico envolvido na auditoria jurídica, assim como a

contribuição dos empreendedores no fornecimento de informações, é determinante para qualidade e precisão da avaliação. O produto do trabalho é um parecer legal sobre todos os aspectos ventilados.

Com este documento em mãos, caso a instituição gestora continue interessada em realizar o investimento, retoma-se a negociação pela discussão de ajustes para o tratamento das contingências (fiscais, trabalhistas, societária, etc.). Saneadas as discrepâncias entre o disposto no *term sheet* e o novo cenário evidenciado pelo parecer da *due diligence*, o gestor encaminha a proposta ao comitê de investimento que, após aprovada, segue para a documentação definitiva, a qual será abordada a seguir.

### **3.3.4. Documentos definitivos**

Realizados os ajustes acordados mutuamente entre as partes, o negócio jurídico prescinde de contratos para ser celebrado. Estes, comumente conhecidos como documentos definitivos, são divididos em instrumentos jurídicos distintos, cada qual com a sua função. São eles: o contrato de subscrição de ações (compra e venda de ações), o acordo de acionistas e o estatuto social da companhia (ABDI, 2010, p. 168).

O contrato de subscrição de ações contem as condições gerais para a aquisição acionária e os detalhes da rodada de investimento, como os números e séries das ações subscritas, as condições de pagamento, declarações e garantias referentes à empresa. Não obstante, usualmente prevê ajustes das participações vinculado à performance e estratégias de saída do fundo (*ibidem*).

Já o acordo de acionistas é o instrumento que regula a relação entre a organização gestora e os demais sócios no que se refere à compra e venda de ações, preferência para adquiri-las e exercício do direito a voto, conforme dispõe o artigo 118, *caput*, da Lei nº 6.404/76. Arquivá-lo na sede da sociedade é condição para que tenha eficácia, no entanto, isso não significa que somente pode haver esse tipo de acordo com relação às matérias que menciona, mas que sua observância se torna uma obrigação para seus signatários.

O uso do acordo de acionistas surge para atender a expectativa dos gestores de obter uma representação no Conselho de Administração, de modo que lhes seja possível participar das decisões gerenciais importantes da empresa. Trata-se de um instrumento fundamental para o exercício do controle da S.A.

A tabela abaixo compila os principais itens pactuados nos acordos de acionistas:

**Tabela 5. Análise dos principais termos do Acordo de Acionistas**

<b>CARACTERÍSTICAS</b>	<b>DEFINIÇÕES (EXEMPLOS)</b>
<b>Objeto da companhia</b>	Concordância quanto ao objeto social da empresa, conforme estatuto social
<b>Assembleias de acionistas</b>	Regras quanto à convocação e instalação de acordo com a lei e com o estatuto social; Definição do escopo de deliberação, matérias de competência da assembleia de acionistas
<b>Administração da companhia</b>	Conselho de administração: constituição e composição, funcionamento e competência; Diretoria: composição e definição dos poderes de representação, administração e gestão dos negócios sociais, podendo, na forma prevista no estatuto social, validamente obrigar a companhia, praticando todos os atos e operações necessárias à realização dos objetivos sociais, e deliberar sobre todos os atos e operações que não sejam de competência exclusiva da assembleia geral ou do conselho de administração
<b>Direito de voto</b>	Determinação do direito de voto por ação, acionistas e participações de acionistas; Definição das matérias que exigem quórum qualificado de votação (maioria e/ou representação dos acionistas)
<b>Emissão, transferência, alienação e/ou oneração de ações</b>	Restrições e/ou limitações à emissão de novas ações; Direito de preferência em caso de emissão de novas ações nos termos do art. 171 da Lei das S.A.; Restrições à transferência de ações e quaisquer ônus ou

	<p>gravames sobre as ações (penhor, caução, usufruto, alienação fiduciária, fideicomisso, acordo de acionistas, oferecimento à penhora, preferência, promessa de venda, cláusula de inalienabilidade ou impenhorabilidade);</p> <p>Direito de adesão (<i>tag along</i>);</p> <p>Direito de venda conjunta (<i>drag along</i>)</p>
<p><b>Outras avenças dos acionistas (não-concorrência, exclusividade e confidencialidade)</b></p>	<p>Compromisso dos fundadores da companhia investida enquanto detiverem participação na companhia, e por um período de tempo determinado, de não promover ou se envolver comercial e/ou financeiramente em qualquer atividade ou negócio que seja substancialmente o mesmo ou que seja concorrente com o negócio da companhia;</p> <p>Compromisso das partes a apresentar oportunidades de investimento relacionadas à atividade da companhia exclusivamente para a companhia</p>
<p><b>Solução de conflitos</b></p>	<p>Mecanismos de solução de controvérsia: mediação e arbitragem e o rito do processo arbitral a ser seguido</p>

Fonte: tabela adaptada de SANTOS – 2008 – p. 58

Por fim, o Estatuto Social da companhia, entre os documentos definitivos, é aquele que deve ser registrado na Junta Comercial competente. Portanto, trata-se de um documento público, cujo conteúdo restringe-se às questões que não desnudam acordos intencionalmente mantidos no âmbito interno da sociedade. Por esta razão, as principais modificações que ele registra remontam-se aos direitos econômicos e de voto pertinentes às diversas séries de ações, procedimentos para estruturação do conselho administrativo e fiscal, e os requisitos de votos para decisões em assembleias de acionistas (*ibidem*, 169).

A grande variedade de documentos, além do propósito de suprimir os possíveis conflitos de informação na fase de negociação, visa definir regras para a governança da companhia investida e, por consequência, mitigar o risco do investimento. Realizado o aporte, adentra-se à fase de acompanhamento, sem a qual não seria possível lograr êxito no objetivo



de remunerar o capital investido. Invariavelmente, nesta seara os gestores também adotam medidas assecuratórias, as quais serão objeto de estudo do tópico a seguir.

### 3.4. MEDIDAS ASSECURATÓRIAS NA GESTÃO DAS EMPRESAS INVESTIDAS

O início desastroso da indústria de PE/VC desencadeou um comportamento peculiar que se tornou premissa para essa modalidade de investimentos – a intervenção na empresa investida<sup>80</sup>. Empiricamente, descobriu-se que manter participação ativa na governança corporativa gera resultados positivos. Isto, porque manter relacionamento próximo depura rapidamente as incongruências de informação na companhia, permite a adoção tempestiva de ajustes reparatórios e, por consequência, diminui sensivelmente os conflitos de agência<sup>81</sup>.

No Brasil, a obra de Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, é a que exerce o maior grau de influência na doutrina no que diz respeito à temática do controle acionário na sociedade anônima. Esta, por sua vez, será tomada como base no presente tópico, o qual tratará da relação de controle e exercício de boas práticas de governança corporativa nas companhias investidas.

#### 3.4.1. Controle acionário

Inicialmente, cumpre delimitar o sentido em que é adotada a palavra “controle” na sociedade anônima. No universo jurídico brasileiro, controle não se restringe simplesmente à fiscalização ou regulamentação das atividades sociais, mas ao sentido forte de “poder de dominação” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 85). Trata-se da “prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior” (*ibidem*).

De modo mais genérico, pode-se afirmar que o acionista controlador é aquele que dirige a companhia, atua em suas tomadas de decisões e orienta, em última instância, as atividades sociais (EIZIRIK, 2011, p. 387).

Importante frisar a teoria, fruto do estudo clássico da tese de Berle e Means, que preconiza o divórcio entre propriedade e gestão, afirmando que aquele que detém a

---

<sup>80</sup>Preconizada no item 1.3.6.

<sup>81</sup>Conflitos de agência são os conflitos de interesse entre aqueles que efetivamente investiram seu capital e são proprietários da companhia e aqueles responsáveis pela tomada de decisões no âmbito destas.

propriedade acionária não necessariamente deve gerir a sociedade (1897 *apud* COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 52). Isto, porque existe a possibilidade do controle ser exercido por minoritários, de modo que uma grande massa do capital social seja submetida à vontade de um acionista ou grupo de acionistas que detém efetivamente uma parcela percentualmente pequena do capital social (REQUIÃO, 2007, p. 144-145). É o caso dos preferencialistas que, salvo disposto em contrário, são desprovidos de direitos políticos, pois a regra é que as ações preferenciais não conferem aos seus titulares o direito a voto nas assembleias gerais.

A Lei das S.A. é elucidativa na dissociação entre propriedade acionária e o controle efetivo. O artigo 116 define o acionista controlador como

A pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. (BRASIL, 1976)

Da análise do dispositivo, destaca-se que o controlador pode ser a “pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”. Ou seja, expressamente é reconhecido o direito de exercer o controle compartilhado através de acordo de acionistas. Assim, os fundos de PE/VC cuja estratégia seja a obtenção do controle da companhia<sup>82</sup> utilizam-se destes instrumentos para determinar as diretrizes da sociedade investida.

Referidos acordos devem seguir criteriosamente os requisitos elencados pelo legislador para que caracterizem controle. Para tanto, cumulativamente é preciso: (a) assegurar a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral, (b) assegurar o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e, ainda, (c) usar efetivamente o poder para eleger administradores e dirigir as atividades sociais (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 86).

Assim, não basta deter a maioria dos votos para eleger os administradores, é preciso fazê-lo. Da leitura do art. 116, infere-se que o poder de controle é um poder de *fato*, não de *direito*, pois relaciona-se a um montante de ações que confere ao seu titular os direitos de sócio. Trata-se de um fenômeno dinâmico, uma vez que o poder de controle pode ser

---

<sup>82</sup>Aquisição do controle da companhia geralmente ocorre nas modalidades de investimentos em estágios mais avançados, como PIPE (mencionado na Figura 1.).

influenciado por inúmeros fatores, como a emissão de novos papéis, ou a reorganização acionária (VERÇOSA, 2008, p. 275).

Logo, o termo permanente não significa eterno, mas produto de um conjunto de medidas que visam assegurar o poder de controle enquanto for conveniente. Inquestionável, portanto, que nas hipóteses em que o exercício desse poder esteja nas mãos das instituições gestoras dos fundos de PE/VC – seja pela aquisição majoritária ou na composição de acordos de acionistas –, as intervenções nas deliberações sociais tendem estar em consonância com os interesses que nortearam o investimento.

Cumprido destacar que, embora seja poder soberano no âmbito da sociedade anônima, o controle está suscetível de limitação por via legal, estatutária ou contratual. O controlador, portanto, tem o poder de dispor sobre os bens da companhia, contudo, deve agir na persecução dos interesses da sociedade. A prevalência do dever social em detrimento ao interesse próprio enseja a conclusão de que se trata de um “poder-dever” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p.131).

A maior parcela das operações de PE/VC, entretanto, não permeia a estrutura de poder das sociedades investidas a ponto de obter o controle acionário, razão pela qual é oportuno pormenorizar outras medidas assecuratórias que são implementadas na esfera da governança corporativa conquanto os fundos sejam parte dos grupos não controladores.

### **3.4.2. Adoção de boas práticas de governança corporativa**

O primeiro capítulo desta pesquisa abordou a natureza de risco dos investimentos de PE/VC (item 1.3.2.); o tópico anterior, o caminho mais evidente para garantir que as atividades sociais sejam realizadas em conformidade com os interesses do fundo – o controle. Resta esclarecer quais medidas assecuratórias podem ser adotadas para prevenir o descompasso entre gestores das empresas e dos fundos quando estes não compõem o grupo controlador.

Vale destacar que a estrutura de poder da sociedade anônima distingue-se em três níveis: (i) nível de propriedade acionária, (ii) nível da direção, e (iii) nível do controle. Os integrantes do nível de controle podem indicar a si – ou outrem de sua confiança – para o exercício do nível de direção. Como consequência, quando há separação entre nível de controle e o nível de propriedade acionária, invariavelmente nasce uma dicotomia entre os

interesses dos acionistas e dos gestores (*ibidem*, p. 41). Estes devem atuar a fim de maximizar o valor de propriedade daqueles, contudo “a cooperação desinteressada dificilmente prevalece em relação ao jogo de interesses” (ANDRADE; ROSSETTI, 2011, p. 86), o que incorre nos embates que originam os conflitos de agência.

A resposta para a prevenção do descompasso de interesses encontra-se nas boas práticas de governança corporativa. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle” (2009, p. 19).

Para o IBGC, “as boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade” (*ibidem*).

A defesa por um tratamento igualitário entre todos os sócios, seja através da transparência e qualidade das informações (*disclosure*), pela proteção aos acionistas não-controladores (*fairness*) ou pela rigorosidade na prestação de contas e responsabilização de administradores, conselheiros fiscais e auditores (*accountability*), é medida que assegura um equilíbrio de forças entre acionistas controladores e não controladores.

Com efeito, aos fundos de PE/VC que não pertencem ao bloco controlador, defender a adoção das melhores práticas de governança corporativa é medida imperativa para redução da assimetria informacional<sup>83</sup> e intervenção na empresa investida. Entre os instrumentos jurídicos sem os quais tais medidas não poderiam se concretizar, destaca-se o acordo de acionistas<sup>84</sup>, que permite estruturar as relações de poder na companhia e harmonizar os interesses dos envolvidos.

Essas medidas tornam a gestão mais profissional, contribuem para o desenvolvimento da companhia e, por consequência, aumentam o êxito dos investimentos de PE/VC. Em última instância, o resultado colhido é o fortalecimento do Mercado de Capitais brasileiro.

---

<sup>83</sup>Descrita no item 1.3.4.

<sup>84</sup>Mencionado no item 3.3.4.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o presente trabalho de conclusão de curso pretendeu-se analisar os fatores que garantem segurança jurídica às operações de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil.

Através do estudo da evolução histórica desses fundos, buscou-se compreender as premissas e características que os distinguem das demais formas de investimento e que, dada a relevância adquirida no cenário econômico mundial, ensejam regulação específica para sua estruturação. Inicialmente, devido à falta de normas claras, aconteceu o contrário, posto que os fundos de capital de risco foram constituídos sob diferentes formas jurídicas no Brasil. No entanto, a natureza dinâmica – quiçá controversa – das suas atividades tornou necessária medida que oferecesse solução perene.

Como fruto dessa perspectiva, o legislador criou a Comissão de Valores Mobiliários, cuja finalidade é disciplinar e fiscalizar o mercado de capitais. Em seguida, elevou-a ao status de agência reguladora, conferindo-lhe maior poder e autonomia. Dotada destes, a CVM exarou Instruções Normativas, dentre as quais se destacam as de nº 209/1994 e 391/2003, que criaram a figura dos FMIEE e FIP e estipularam que fossem constituídos sob a forma de condomínio. Com efeito, referida instrução consagrou-os em regime de especial de universalidade de fato – doutrinariamente conceituada como patrimônio de afetação –, que está dotada de ativo e passivo próprios e é incomunicável por natureza. A razão de constituí-los sob a forma de condomínio deu-se com o intuito de proteger os bens que os formam, bem como o patrimônio dos administradores, gestores e investidores.

Mostrou-se, sob o ângulo das relações entre acionistas controladores e não-controladores, a recente alteração na Lei das S/A promovida pela edição da Lei 10.303/01, que teve como principal escopo conferir maior proteção ao acionista minoritário, numa tentativa de possibilitar e potencializar a harmonização entre os diferentes interesses existentes no âmbito da companhia. A nova lei, no entanto, não foi suficiente para corrigir as históricas distorções do mercado nacional. Como resposta a isso, surgiu a iniciativa da BM&F Bovespa, a qual conferiu às organizações uma solução contratual para corrigir essas distorções.

A iniciativa autorregulatória da BM&F Bovespa foi também de extrema relevância porque possibilita que as companhias operem as mudanças estruturais necessárias da maneira correta, e, ainda, dispondo do tempo necessário para fazê-lo. Um dos motivos pelos quais a Lei 10.303/01 não pôde operar alterações mais profundas em nossas sociedades anônimas foi

decorrente das características de concentração acionária e estruturação do poder de controle arraigadas em nossas companhias, as quais ainda não apresentam, ou apresentavam, à época, em sua maioria, capacidade de se adaptar a mudanças estruturais profundas. A solução contratual da Bolsa de Valores conferiu a essas companhias a oportunidade de buscarem e promoverem as adaptações necessárias para sua inserção num mercado mais desenvolvido, que apresenta maior liquidez e maior potencial de capitalização. Por esses motivos, principalmente, considera-se a iniciativa da BM&F Bovespa de extremo sucesso e importância para nosso cenário econômico e empresarial.

Por sua vez, afora os casos de obtenção do controle, as instituições gestoras dos FMIEE e FIP muniram-se de instrumentos jurídicos para exigir a infusão de boas práticas de governança corporativa nas empresas como medida protetiva ao investimento. A contribuição reflete-se pela consolidação de companhias com gestões mais transparentes (*disclosure*) e igualdade entre os acionistas (*fairness*), assim como pela criação de ferramentas eficientes para prestação de contas (*accountability*) e cumprimento das regras e normas (*compliance*).

A conjugação de esforços do legislador, da CVM e dos próprios gestores dos fundos de PE/VC contribuiu para a geração um ambiente de maior segurança para o investidor não-controlador, que passa a confiar que seus recursos estão sendo investidos em uma organização cujos resultados tendem a ser mais positivos. Com isso, aumenta-se a quantidade e volume dos investimentos que fomentam o desenvolvimento empresarial, conseqüentemente, o Estado recolhe mais impostos e, em última instância, ganha a sociedade.

Por derradeiro, sugere-se a futuros estudiosos a respeito do tema, que sejam pesquisadas as escassas decisões arbitrais disponíveis – haja vista a desnecessidade de publicizá-las –, as quais não foram abordadas no presente trabalho, mas que certamente corroboram para a consolidação de um mercado de capitais mais forte, mais seguro e mais desenvolvido.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. 420 p. Disponível em: <[http://www.abdi.com.br/Estudo/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf](http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf)>. Acesso em: 11 fev. 2015.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. São Paulo, 2010. 312 p. Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

ALONSO, Félix Ruiz. **“Os fundos de Investimento.”** São Paulo: Revista de Direito Mercantil. n.1. 1971. p. 61-83. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628/69238>>. Acesso em: 17 mai. 2015

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 140.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP) (Org.). **Estrutura Legal dos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2014. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>>. Acesso em: 04 fev. 2015.

BERLE, A.A.; MEANS, G. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. 2a Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1897. 335p.

BERNARDINO, Diogo. Fundos de Venture Capital e Private Equity: breve análise sobre sua evolução, características e importância. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 61, p.45-77, jul./set. 2013. Trimestral.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 93.

BEVILAQUA, Clóvis. **Teoria geral do direito civil**. São Paulo: Servanda, 2007. p. 173.

BOVESPA: **Novo Mercado. Relatório de Apresentação e Requisitos**. Disponível em <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf)>. Acessado em: 17 jun. 2015

BOZZA, Fábio Piovesan. Sociedade em conta de participação: Natureza, regime jurídico e tributação pelo imposto de renda. **Revista Dialética de Direito Tributário**, São Paulo, n. 145, p.36-46, out. 2007.

BRASIL. BNDES. (Org.). **Anos 70**. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro50anos/Livro\\_Anos\\_70.PDF](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro50anos/Livro_Anos_70.PDF)>. Acesso em: 12 fev. 2015.

BRASIL. Decreto-lei nº 1376, de 12 de Dezembro de 1974 . Dispõe sobre a Criação dos Fundos de Investimento. **Decreto-lei nº 1376, de 12 de Dezembro de 1974**. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del1376.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del1376.htm)>. Acesso em 10 fev. 2015

BRASIL. Decreto-lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. **Decreto-lei nº 157, de 10 de Fevereiro de 1967**. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm)>. Acesso em: 06 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 11033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais. **Lei Nº 11.033, de 21 de Dezembro de 2004**. Brasília, DF, 21 dez. 2004. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm)>. Acesso em: 09 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 11312, de 27 de junho de 2006. **Lei Nº 11.312, de 27 de Junho de 2006**. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm)>. Acesso em: 11 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 4595, de 31 de Dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Lei nº 4595, de 31 de Dezembro de 1964**. Brasília, DF. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm)>. Acesso em: 09 fev. 2015

BRASIL. Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Lei Nº 4.728, de 14 de Julho de 1965.** Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm)>. Acesso em: 09 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 6385, de 07 de dezembro de 1976. **Lei Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385original.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385original.htm)>. Acesso em: 11 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Lei das Sociedades Por Ações**. Brasília, DF, Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 05 fev. 2015.

BRASIL. Lei nº 9249, de 26 de janeiro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Lei**. Brasília, Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9249.htm)>. Acesso em: 10 maio 2015.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Direito Constitucional e Teoria da Constituição**. 3.ed. (reimpressão). Coimbra: Almedina, 1999. 252 P.

CHALHUB, Melhim Namen. “**A incorporação imobiliária como patrimônio de afetação**”. São Paulo, Revista de Direito Imobiliário, n. 55. p. 67. (v. 26, n. 55, p. 62–104, jul./dez., 2003)

COELHO, Fábio Ulhoa. **Desconsideração da personalidade jurídica**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **Poder de controle na Sociedade Anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. 616 p.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture capital and private equity contracting. An international perspective**. San Diego: Academic Press/Elsevier, 2009. 780 p.

CVM. Instrução Normativa nº 209, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. **Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994**. Rio de Janeiro, RJ.

CVM. Instrução Normativa nº 368, de 29 de maio de 2002. Inclui, revoga e altera dispositivos na IN CVM nº209/94. **Instrução CVM nº 368, de 29 de maio de 2002**. Rio de Janeiro, RJ.



CVM. Instrução Normativa nº 391, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Rio de Janeiro, RJ.

CVM. Instrução Normativa nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos na IN CVM nº209/94 e nº391/03. **Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Rio de Janeiro, RJ.

CVM. Instrução Normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Rio de Janeiro, RJ.

EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3a Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 387.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 665

ESTADOS UNIDOS. U.S. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION. (Org.). **Home page**. 2015. Disponível em: <<https://www.sba.gov/category/navigation-structure/about-sba>>. Acesso em: 02 fev. 2015.

FOGANHOLI, Robson. **A natureza jurídica dos Fundos de Investimento em Participações (FIP)**. 2009. Disponível em: <<http://www.nseb.com.br/noticias/2009-11-27.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2015.

IBEC - THE INTERNATIONAL BASIC ECONOMY CORPORATION (Org.). **Historical Notes**. 2006. Disponível em: <[http://www.capital-flow-analysis.com/investment-tutorial/case\\_1w.html](http://www.capital-flow-analysis.com/investment-tutorial/case_1w.html)>. Acesso em: 09 fev. 2015.

IESE BUSINESS SCHOOL. University Of Navarra (Org.). **The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index**. 2011. Disponível em: <<http://www.wall-street.ro/files/102434-82.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa**. 4 ed. São Paulo: Ibgc, 2009. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo\\_julho\\_2010\\_a4.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2015.

LAPORTA, Rafael et al. **Law and Finance**. Cambridge: Harvard University, 1998. 80 p. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5661.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 29.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity**. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 2004. 51 p. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10348.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2015.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 142, p.141-154, 2006.

MELO, Lucas Fonseca e. Responsabilidade Tributária dos Fundos de Private Equity e Venture Capital. **Revista Dialética do Direito Tributário**, São Paulo, v. 192, p.34-46, set. 2011. Mensal.

MENDES, Henrique Vitali. **Regulação dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2012. 122 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2012.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010. 549 p. Disponível em: <[http://www.stpia.ir/files/Venture Capital and Finance of Innovation.pdf](http://www.stpia.ir/files/Venture%20Capital%20and%20Finance%20of%20Innovation.pdf)>. Acesso em: 05 jan. 2015.

MEZZAROBBA, Orides; MONTEIRO, Cláudia Servilha. Manual de Metodologia da Pesquisa no Direito. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. 2.ed. Campinas: Bookseller, 2001. 685p.

OLIVEIRA, Aline Lima de. **A Limitação dos efeitos temporais da declaração de inconstitucionalidade no Brasil: uma análise da influência dos modelos norte-americano, austríaco e alemão** [recurso eletrônico] - Porto Alegre: EDIPUCRS, 2008. Disponível em: <<http://www.pucrs.br/edipucrs/efeitostemporais/frame.html>>. Acesso em: 06/11/2013.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **“Instituições de direito civil”**. 27a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (Brasil) (Org.). **ISEAD - PwC Study on Private Equity in Brazil: Brazilian Private Equity: A New Direction**. 2014. Disponível em: <[http://centres.insead.edu/global-private-equity-initiative/research-publications/documents/INSEAD\\_PwC\\_BrazilianPE\\_NewDirection\\_2014.pdf](http://centres.insead.edu/global-private-equity-initiative/research-publications/documents/INSEAD_PwC_BrazilianPE_NewDirection_2014.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2015.

REBELO, Nikolai Sosa. Os Investimentos e a Captação de Recursos por Contratos de Private Equity e Venture Capital. **Síntese Direito Empresarial**, São Paulo, v. 29, p.201-234, nov./dez. 2012. Bimestral.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Dispõe sobre o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). **Instrução Normativa**. Brasília, Disponível em: <[http://www.sindusconrio.com.br/n\\_agenda/d\\_180814/1470.pdf](http://www.sindusconrio.com.br/n_agenda/d_180814/1470.pdf)>. Acesso em: 15 maio 2015.

RECEITA FEDERAL. Portaria nº 264, de 30 de junho de 1999. Dispõe acerca do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários - IOF. **Portaria MF Nº 264 , de 30 de Junho de 1999**. Brasília, DF, Disponível em: <<http://www18.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Portarias/Ant2001/1999/portmf026499.htm>>. Acesso em: 09 fev. 2015.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

SÁ, Thomas Tosta de. Empreendedorismo e Venture Capital: Perspectivas para o Brasil. In: SEMINÁRIO NACIONAL DE PARQUES TECNOLÓGICOS E INCUBADORAS DE EMPRESAS, 16., 2006, Salvador. **Apresentação**. Salvador: Mercado, 2006. p. 1 - 24. Disponível em: <<http://www.redetec.org.br/publique/media/thomas.pdf>>. Acesso em: 05 fev. 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3a ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 51-52

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. 149 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais: dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 126, n. , p.75-86, 2002.

SILVA, José Afonso da. **Constituição e Segurança Jurídica**. 23. ed. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 16.

TAKAHASHI, Janaína Tiemi. **Avaliação da Carteira de Ativos nos Fundos de Venture Capital e Private Equity**. São Paulo: Atlas, 2006. 102 p.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 275.