FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Mecanismos Contratuais de Desinvestimentos em Operações de Venture Capital

RODOLFO ISPER FAVARETTO

Projeto de pesquisa ajustado apresentado ao Mestrado Profissional da FGV Direito SP, na linha de Direito dos Negócios.

Orientador: Prof. Dr. Luís André Negrelli de Moura Azevedo

Versão de 26.10.2023

1. TEMA, CONTEXTO E DELIMITAÇÃO DE ESCOPO

Muito presente na realidade empresarial de hoje, os investimentos de capital de risco são aqueles costumeiramente realizados pelos fundos de *Venture Capital* em empresas emergentes (também conhecidas como startups) que, pela sua natureza e pelas características próprias que apresentam, possuem risco muito elevado de insucesso e, portanto, não gerar o retorno financeiro esperado[1].

O fundo de *Venture Capital* pode ser visto como um agente econômico profissional, que faz do investimento em empresas emergentes a sua atividade econômica fundamental. No exercício dela, o fundo de *Venture Capital* busca e reúne capital, faz a seleção de empresas que entende ser promissoras e investe seus recursos financeiros na compra de participações societárias (ou títulos conversíveis em participações societárias) dessas empresas, as quais, segundo a avaliação do fundo, apresentam elevado potencial de crescimento, na expectativa de obter e conquistar ganhos e retornos financeiros (exponenciais) caso o investimento seja bem-sucedido.

Segundo a literatura de finanças e investimentos, o ciclo de um investimento de *Venture Capital* costuma perdurar por aproximadamente 5 a 7 anos e ele pode ser subdivido, basicamente, de acordo com as seguintes etapas: (i) captação de recursos junto a investidores privados; (ii) seleção de oportunidades de investimento; (iii) realização do investimento; (iv) criação de valor sobre o investimento realizado; e, finalmente, (v) o desinvestimento com a saída do fundo da empresa investida.

Como se pode observar, o investimento em *Venture Capital* pressupõe um momento de entrada e outro de saída de recursos, respectivamente chamados de investimento e

[1] Os fundos de *Venture Capital* adotam, no Brasil, a forma jurídica de Fundo de Investimento em Participações – FIP, que hoje é disciplinado pela Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, que revogou a antiga Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.

desinvestimento, sendo especificamente esse último o momento que interessa para os fins deste trabalho.

Diante desse cenário, a pesquisa proposta neste projeto terá o objetivo de identificar e explicar, olhando para a prática jurídica dos dias de hoje, quais são e como funcionam os arranjos e mecanismos contratuais utilizados pelos fundos de *Venture Capital*, enquanto acionista investidor, para garantir e proteger a liquidez do seu investimento em operações de *Venture Capital*.

O tema é atual e tem relevância prática porque os investimentos de *Venture Capital* inegavelmente fazem parte da realidade empresarial brasileira e são cada vez mais frequentes no dia a dia do mercado. Somando-se a isso, existe também o fato de que a maioria dos investimentos de *Venture Capital* é feito em companhias fechadas, ou seja, que não têm suas ações negociadas em bolsas de valores, o que diminui, em muito, a sua liquidez.

Torna-se necessário, portanto, o estudo das medidas protetivas que podem ser utilizadas pelos fundos de *Venture Capital* – principalmente na esfera dos acordos de acionistas – para proteger e garantir a liquidez das suas participações societárias (ações) para o momento em que a realização do desinvestimento se mostrar mais oportuna e atrativa para o fundo.

O presente trabalho adotará como modelo de pesquisa o trabalho exploratório de prática jurídica, buscando entender e delimitar, a partir da literatura e do estudo de operações concretas de *Venture Capital* realizadas no Brasil, quais são os arranjos e mecanismos contratuais normalmente utilizados para proteger e assegurar a liquidez do investimento feito pelos fundos de *Venture Capital* no momento do desinvestimento.

2. QUESITOS, FONTES DE PESQUISA E FORMAS DE ACESSO

Serão fontes do trabalho exploratório aqui proposto, principalmente, o estudo da literatura jurídica nacional e estrangeira existente sobre o assunto, e o estudo geral de operações de investimento de *Venture Capital* realizadas no Brasil a partir de relatos, notícias e documentos publicados nos meios de comunicação social.

CONTEXTUALIZAÇÃO FÁTICA

[Q1] *O que é investimento de* Venture Capital *e onde ele surgiu? Para que tipo de empresa ele se destina e quais são os agentes envolvidos na sua realização?*

[Q2] *Quais são as etapas e características do ciclo de investimento de* Venture Capital*?*

REFERENCIAL TEÓRICO-NORMATIVO

[Q3] *Qual é a disciplina legal dos investimentos de* Venture Capital *no Brasil?*

[Q4] *Qual é a formatação jurídica do fundo de* Venture Capital *à luz da legislação brasileira?*

ABORDAGEM ANALÍTICA

[Q5] Como é construído e estruturado um investimento de Venture Capital *do ponto de vista jurídico-contratual?*

[Q6] Que documentos jurídicos são utilizados pela prática para formalizar um investimento de Venture Capital *por um Fundo de Investimento em Participações Societárias?*

[Q7] Qual são as principais formas de saída (leia-se, de desinvestimento) utilizadas pelos fundos de Venture Capital*?*

[Q8] Quais são os principais riscos envolvidos em uma operação de saída (desinvestimento) feita pelo fundo de Venture Capital*? Como eles podem ser reduzidos ou mitigados?*

[Q9] Como é possível assegurar a liquidez das participações societárias adquiridas pelo fundo de Venture Capital *na empresa investida para ele não enfrentar obstáculos, entraves ou resistências dos acionistas fundadores/empreendedores no momento da sua saída?*

[Q10] Que documentos contemplam esses mecanismos jurídicos de liquidez (v. g., Contrato de Compra e Venda de Ações e/ou Acordo de Investimento e/ou Acordos de Acionistas)?

[Q11] O fundo de Venture Capital *pode estabelecer ou combinar mais de um mecanismo de liquidez dentro de um mesmo ciclo de investimento? Que fatores e circunstâncias são influem na sua tomada de decisão na escolha desses mecanismos?*

RECOMENDAÇÕES FINAIS

[Q12] De acordo com a prática usual, que arranjo ou combinação de mecanismos de liquidez melhor atende aos interesses e objetivos dos fundos de Venture Capital *em um determinado ciclo de investimento?*

Os quesitos acima serão respondidos por meio de pesquisa (i) bibliográfica doutrinária nacional e internacional sobre o tema, (ii) exame da legislação brasileira aplicável e/ou (iii) de pesquisa de campo sobre documentos e informações relativos a operações de investimento de Venture Capital disponíveis publicamente em sítios eletrônicos de órgãos públicos oficiais ou entidades privadas, e processos judiciais.

3. RELEVÂNCIA PRÁTICA, CARÁTER INOVADOR E POTENCIAL DE IMPACTO

O tema proposto ainda foi pouco (ou quase nada) estudado e trabalhado pela doutrina e comunidade jurídica nacional, o que se percebe pela falta de obras jurídicas sobre ele.

A proposta da dissertação aqui projetada, conforme foi dito acima, é estudar, analisar e debater sobre alguns dos principais mecanismos de liquidez utilizados em investimentos de Venture Capital cuja finalidade precípua é permitir o desinvestimento.

Na linha do que vem sendo dito até agora, mecanismos de liquidez podem ser conceitualmente entendidos como artifícios jurídicos para a saída do quadro societário de uma pessoa jurídica por um determinado sócio que não deseja mais permanecer associado.

Na vida empresarial, é constatação quase universal que praticamente todos os grandes investimentos são negociados em paralelo a uma série de regras e garantias protetivas do investidor, as quais vêm normalmente condensadas em um acordo de acionistas, e dentre as quais uma delas são justamente os mecanismos de liquidez de que vou tratar.

A avaliação das formas de saída do investimento pelos fundos de Venture Capital é preocupação que se faz presente desde o momento inicial às negociações do investimento.

Desde o começo, o desinvestimento já é uma questão fundamental para a estratégia do fundo de Venture Capital e que, portanto, deve ser negociada e acordada entre as partes envolvidas na operação com muita atenção e cuidado, mas principalmente pelo fundo investidor, tendo em vista o baixo nível de liquidez a que seu investimento está essencialmente sujeito.

Para se resguardar e se proteger desse risco (risco de liquidez), os fundos de Venture Capital se utilizem dos mecanismos de liquidez, com amplas variações de modalidade e muitas possibilidades de combinação entre eles.

Em virtude da sua grande utilização prática no universo dos investimentos, surge a importância de estudar os mecanismos de liquidez da forma como aqui se propõe, sendo que o resultado da pesquisa poderá trazer luz sobre o assunto (ainda pouco explorado) e agregar conhecimento para os profissionais de mercado que participam diretamente ou indiretamente dessas operações, sejam eles advogados, empreendedores ou até mesmo assessores financeiros.

4. FAMILIARIDADE COM O OBJETO DA PESQUISA

Sou advogado de direito societário, com foco de atuação intenso em operações de fusões e aquisições (M&A) e, por isso, no meu dia a dia de trabalho, lido com bastante frequência com clientes que precisam ser juridicamente assessorados em operações de investimentos de Venture Capital.

O interesse na pesquisa do assunto vem, portanto, da minha experiência profissional e do desejo de aprofundar e sistematizar o melhor conhecimento prático existente sobre o tema.

5. SUMÁRIO PRELIMINAR

1. ***Introdução***
2. ***O Investimento de* Venture Capital**

2.1. *Origem e Evolução Histórica*
2.2. *Conceito, Características e Objetivos do Investimento*
2.3. *Agentes e Participantes Envolvidos*
2.4. *Dinâmica e Fases do Investimento*
3. *A Formatação Jurídica do* Venture Capital *no Brasil*
3.1. *Os Fundos de Investimento em Participações - FIPs*
3.2. *Organização e Funcionamento*
3.3. *Estrutura Contratual dos Investimentos de* Venture Capital
4. *O Desinvestimento*
4.1. *Estratégias de Desinvestimento*
4.2. *A importância do Acordo de Sócios*
4.3. *Cláusulas de Desinvestimento*
4.3.1. Drag Along
4.3.2. *Direito de Preferência*
4.3.3. *Opção de Venda*
5. *Conclusão*
6. *Referências Bibliográficas*

6. BIBLIOGRAFIA PRELIMINAR

ABVCAP. *Como funciona a indústria de* Private Equity*, Seed e* Venture Capital. 2015. Disponível em: https://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf. Acesso em 03 de julho de 2023.

ABVCAP. Estrutura dos Fundos de Private Equity e Venture Capital. 2018. Disponível em: https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf. Acesso em 03 de julho de 2023.

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.58, jul./set. 2013. Trimestral.

BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Mecanismos contratuais de liquidez nos acordos de acionistas: Da estrutura à função*. Dissertação de Mestrado. Programa de pós-graduação em Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Área de concentração: Direito Civil. Rio de Janeiro, 2016.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRASIL, Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acessado em 26 de outubro de 2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acessado em 03 de julho de 2023.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.); LAMY FILHO, Alfredo (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Alguns aspectos jurídicos do desinvestimento nas operações de* Private Equity. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). Mercado de capitais. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva 2013, p. 91-120.

CRISTOFOLINI, Ana Paula Roberti. *O acordo de acionistas como instrumento de proteção ao Fundo de Investimento em Participações em operações de* Venture Capital. TCC (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina. Centro de Ciências Jurídicas. 2020.

DE VRIES, Harm F.; VAN LOON, Menno J.; MOL, Sjoerd. Venture Capital*: deal terms* (eKindle Edition). 1st print. Des Plaines: HMS Media Vof, 2016.

ENEI, José Virgílio Lopes. *O capital de risco e o* Private Equity *no Brasil*: *a nova lógica do investimento*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

FAGUNDES, Fabiana; MENEZES, Rodrigo. *Questões jurídicas dos investimentos feitos pela indústria de* Private Equity *e* Venture Capital. In: NESSE, Arlete de Araújo Silva; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). Private Equity e Venture Capital no Brasil. São Paulo: Lux, 2022.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. *Venture Deals*. 3ª ed., Hoboken: Wiley, 2016.

GOMPERS, Paul A, LERNER, John. *The* Venture Capital *Revolution*. Journal of Economic perspectives, Vol 15, No 2 (spring, 2001).

GOMPERS, Paul. LERNER, Josh. *The* Venture Capital *Cycle*. Método, 2000.

KPMG; ABVCAP. *Consolidação de dados 2023: indústria de* Private Equity *e Venture Capital no Brasil*, 2023. Disponível em: https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5389.pdf. Acessado em 03 de julho de 2023.

OIOLI, Erik Frederico. *Manual de Direito para Startups*. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019.

POTENZA, Guilherme Peres; LUIZE, Marcelo Shima. *O processo de M&A de Startups investidas por fundos de* Venture Capital. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). Direito das Startups - Volume II. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 131-154.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estrutura societárias e de investimentos no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018.

RIBEIRO, L. L.; ALMEIDA, M. I. R. *Estratégias de saída em capital de risco*. Revista de Administração, São Paulo, vol. 40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005.

SILVA, Raphael Andrade. *Fundos de investimento em* Venture Capital *e* Private Equity *no Brasil: estrutura, função e exercício do poder de controle*. 2021. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. Acesso em: 03 jul. 2023.

7. CRONOGRAMA DE EXECUÇÃO

	2023			2024												2025						
Atividade	**10**	**11**	**12**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5/6/7**	**8/9**	**Horas**
Fase 1: Coleta de Material e Estudo do Objeto																						
Projeto																						**10h**
Levantamento de material (bibliográfico, legislativo e regulatório)																						**100h**
Leitura, estudo e aprofundamento																						**100h**
Fase 2: Redação e Revisão																						
Versão Preliminar do TC																						**40h**
Versão Intermediária do TC																						**40h**
Versão Provisória do TC																						**40h**
Fase 3: Qualificação, Ajuste e Apresentação Final																						
Qualificação																						**10h**
Versão Final do TC																						**10h**
Banca Final																						**10h**

..*.*