

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Anteprojeto de pesquisa

**A ENTRADA NO INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL: MECANISMOS CONTRATUAIS DE
GARANTIA DE EVENTO DE LIQUIDEZ DO INVESTIDOR**

Carolina Alves Mendes

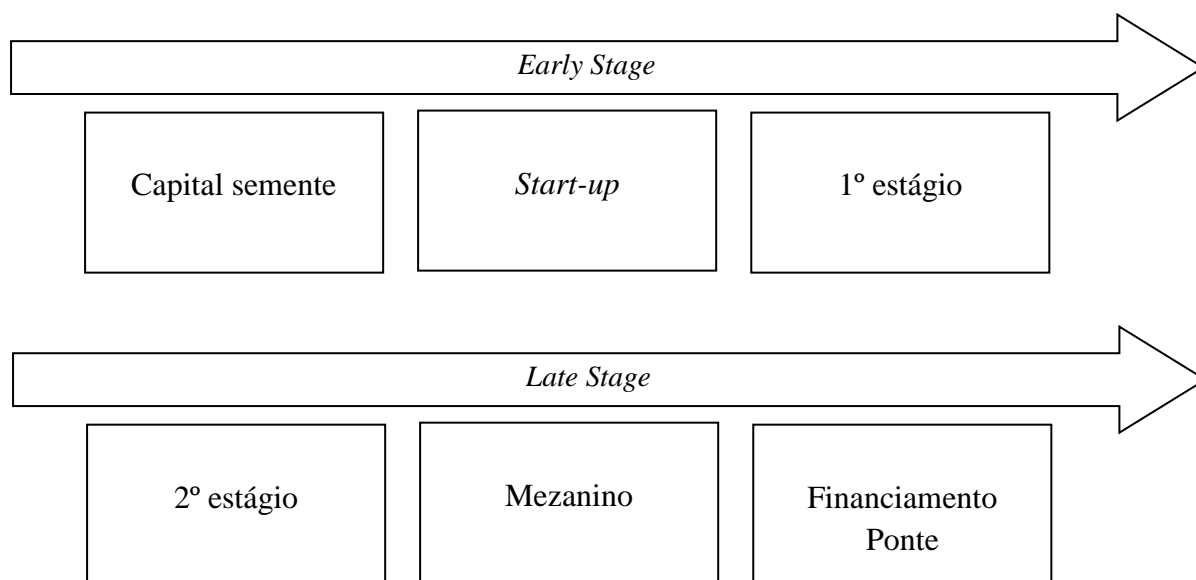
Turma 4 (2016) – Direito dos Negócios

1. Delimitação do tema e tratamento pretendido

A primeira utilização do termo Venture Capital, possivelmente em 1965, é atribuída¹ a Arthur Rock, empreendedor norte americano do *Silicon Valley*, nascido em 1926, que investiu nos estágios iniciais de grandes corporações como a Intel e a Apple Computers, dentre outras empresas de base tecnológica².

Os investimentos de Venture Capital e Private Equity são de alto risco e, igualmente, com expectativas de alto retorno. O que diferencia um do outro é, basicamente, o estágio de maturidade das empresas investidas.

Em que pese as divergências encontradas quanto à classificação de estágios de investimentos, identifica-se, comumente, os seguintes estágios³:



¹ LEBHERZ, Adrian. The venture capital cycle and the history of entrepreneurial financing. GRIN Verlag fur akademische Texts, 2013, p. 01.

² https://en.wikipedia.org/wiki/Arthur_Rock, e <http://www.bookrags.com/biography/arthur-rock/#gsc.tab=0>, ambos acessados em 06.06.2017.

³ LEBHERZ, Adrian. Op., cit., p. 06, tomando como referência Ross, Westerfield and Jaffe (2010, 644-645) e Kaplan and Warren (2010, 197).

No capital semente, ou *seed capital*, os recursos captados servirão para desenvolver um produto ou uma prova de conceito. Usualmente, não há empresa constituída e o que se tem de concreto é apenas uma ideia ou tecnologia inovadora. Nesse estágio, é muito comum que os recursos sejam captados junto a familiares ou pessoas do convívio social do empreendedor, investidores-anjo⁴, ou mesmo sejam utilizados apenas recursos próprios para o desenvolvimento do negócio.

As *start-ups* são empresas recém constituídas que utilizarão os recursos captados para desenvolver um produto existente, bem como investir em marketing e prospecção de mercado.

No 1º estágio, as empresas já podem investir nas vendas e na fabricação em do produto para o mercado consumidor.

No 2º estágio, os recursos serão aplicados para reforçar o capital de giro das empresas que ainda estejam lidando com prejuízos.

No mezanino, o capital será aplicado na expansão do negócio.

O investimento-ponte é aplicado em empresas que tenham bom potencial de abrir o capital fazendo a sua Oferta Pública Inicial de ações, ou, do inglês, IPO (*Initial Public Offering*).

Vê-se que os investimentos de Venture Capital não alcançam empresas que já possuam ações em bolsa. Nessa modalidade de investimento, os investidores são ativos na gestão das empresas, monitorando os resultados e influenciando na condução dos negócios. O negócio cresce de modo orgânico, ou seja, a partir das próprias competências da empresa e não via operações de fusões e aquisições⁵.

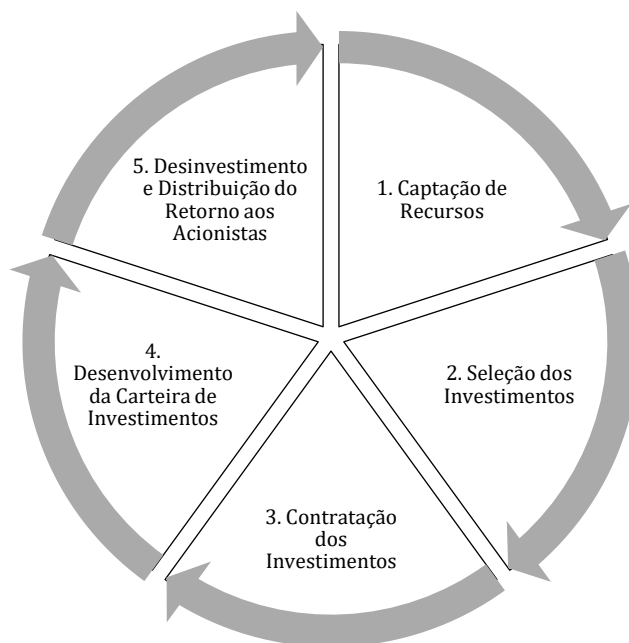
O investimento de Venture Capital obedece um ciclo, como primeiro disseram Gompers e Lerner (2004)⁶. Assim, são captados os recursos, escolhidos e contratos os investimentos a serem realizados, os negócios são desenvolvidos até reunirem as condições de saída otimizado ao máximo o retorno aos investidores.

A figura elaborada por Adrian Lebherz com base em Gompers e Lerner (2004) e Jung-Sensfelder (2006), transcrita com livre tradução do inglês, evidencia a natureza cíclica dos investimentos de ventures capital.

⁴ Investidores-anjo são, de acordo com o artigo 61-A da Lei Complementar 123/2006, são pessoas físicas ou jurídicas que aportam capital em sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, recursos estes que não integrarão o capital social da empresa, para incentivar as atividades que tenham potencial inovador.

⁵ Livre tradução da expressão do inglês *mergers and acquisitions* (M&A).

⁶ GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. 2. ed. Cambridge: MIT Press, 2004.



Falar de proteção ao investidor na indústria de Venture Capital parece um contrassenso, afinal, como o nome refere, a indústria é a do capital de risco, e perder é inerente ao processo, dependendo mais do que de mecanismos contratuais, do próprio sucesso e aceitação da inovação no mercado.

No entanto, há formas eficazes de minimizar o risco da perda do capital investido, e em uma escala sistêmica, incentivar-se o investimento no setor.

Uma empresa investida do mercado de venture capital não possui fluxo de caixa para pagar dividendos aos seus acionistas investidores, ou mesmo juros sobre o capital investido. Assim, toda a lógica do ganho dos investidores está concentrada no momento da saída do investimento, razão pela qual, a saída ou desinvestimento é planejada desde o momento em que os recursos são aportados no negócio.

São quatro os canais de saída mais comuns: 1) IPO, do inglês, *Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial em que as ações da companhia são vendidas ao mercado de valores mobiliários; 2) venda estratégica⁷; 3) recompra pelos empreendedores da participação inicialmente vendida aos investidores; e 4) *write-off* ou liquidação do investimento.

A saída mais comum no mercado americano consiste no IPO, do inglês, *Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial em que as ações da companhia são vendidas ao mercado de valores mobiliários.

No Brasil, especialmente nos tempos atuais, a saída via IPO não é comum, restando aos investidores garantirem o retorno dos seus investimentos via: 1) venda estratégica; 2) recompra pelos empreendedores da participação inicialmente vendida aos investidores; e 3) *write-off* ou liquidação do investimento.

⁷ Por venda estratégica se entende a venda para um ator estratégico do setor ou para um fundo de investimento maior, podendo, inclusive, ter atuação no mercado de Private Equity.

Pretende-se investigar, por meio do presente estudo, como se operacionaliza a saída dos investimentos de Venture Capital em investimentos bem-sucedidos ou fracassados e quais os desafios próprios de cada um desses mecanismos de saída, exceto a saída via IPO. Nesse contexto, o estudo se concentrará, ainda, nos mecanismos contratuais de proteção ao investidor que podem ser inseridos no momento de captação dos recursos, primeira etapa do ciclo.

2. Formato do trabalho de conclusão

Com a apresentação do trabalho, pretende-se fazer uma análise consistente sobre instrumentos e mecanismos contratuais relevantes que garantam ao investidor eventos de liquidez, contemplando casos de sucesso e fracasso que devem ser previstos nos contratos que formalizam o momento da entrada do investimentos de Venture Capital.

O estudo contemplará uma análise do regime jurídico aplicável às estruturas contratuais comumente utilizadas, abordando os principais desafios de cada uma delas, os entendimentos de maior relevância, a deficiência ou suficiência normativa e se já foram objeto de abordagem jurisprudencial pelo Superior Tribunal de Justiça ou pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, analisando os pontos fortes, fragilidades e a segurança jurídica dos institutos jurídicos estudados.

3. Principais questões ou problemas

O estudo tem a pretensão de responder como operacionalizar uma saída de investimento de Venture Capital, prevendo situações de fracasso ou sucesso das empresas investidas, no momento da entrada no investimento, a partir de uma perspectiva de garantia de um evento de liquidez do investidor.

4. Objetivos pretendidos, perspectivas de análise e resultados esperados

O estudo possibilitará analisar e fazer recomendações sobre melhores práticas de aplicação de cláusulas ou instrumentos contratuais que, de algum modo, garantam um evento de liquidez aos investidores. Conhecidos e aplicados de modo sistêmico, esses mecanismos contratuais podem fomentar os investimentos de Venture Capital no Brasil.

5. Justificação da relevância prática e do potencial inovador

Com esse estudo pretende-se contribuir para a sistematização de práticas jurídicas negociais, ainda não documentadas de maneira compilada, além de contribuir para a segurança jurídica das operações envolvendo investimentos em Venture Capital, colaborando, ainda, para a democratização e ampliação do alcance da indústria de Venture Capital no Brasil.

6. Fontes de pesquisa e métodos de investigação

Além de uma análise bibliográfica e legislativa, serão analisados quatro contratos de operações relevantes, obtidos sob a proteção de Acordo de Confidencialidade, em que serão alterados os nomes das partes envolvidas, os valores dos investimentos e percentuais da operação. A partir desses contratos serão identificadas as cláusulas comumente utilizadas nos Acordos que envolvam capital empreendedor.

Ainda, serão analisados regulamentos de Fundos de Venture Capital brasileiros, especialmente como abordam a garantia de eventos de liquidez.

O estudo também contemplará uma análise jurisprudencial dos institutos jurídicos identificados, com pesquisa junto ao Superior Tribunal de Justiça e Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. O Estado de São Paulo foi escolhido por possuir a maior concentração de empresas, além de possuir Varas Especializadas Empresariais e Câmaras Reservadas de Direito Empresarial com competência para julgar, em segunda instância, litígios empresariais, dando indícios de que a especialização pode influenciar positivamente na qualidade das decisões de mérito.

7. Familiaridade com o objeto, acessibilidade de informações e envolvimento pessoal

Na minha prática profissional regularmente sou solicitada a estruturar contratos e operações negociais de investimentos em Venture Capital.

Pude trabalhar em operações bem-sucedidas e fracassadas, sendo que o contrato se revela, em todas elas, como o instrumento com alto potencial de proteção ao investidor.

8. Literatura especializada e obras de referência

ABREU FILHO, José. **O negócio jurídico e sua teoria geral**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick e TIROLE, Jean. Exit options in corporate finance: liquidity versus incentives. **Review of finance**, v. 8. 2004.

ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa. **Considerações teóricas sobre a potestividade da cláusula de drag along**. In: PRADO, Vivine Muller; DO CARMO, Lie Uema (Coord.) **Estudos empíricos sobre temas de direito societário**. São Paulo: Saraiva, 2012.

ARMOUR, John. Law, Innovation, and Finance. In: MCCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc (eds.). **Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms**. Oxford: Oxford University Press, 2003

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Código civil comentado: negócio jurídico; atos jurídicos lícitos; atos ilícitos (arts. 104 a 188)**. São Paulo: v.2. Atlas S.A., 2003.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.) **Sociedade Limitada Contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BIENZ, Carsten; WALZ, Uwe. **Venture Capital Exit Rights**. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1140128 Acesso em: jul.2016

BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014

BOTREL, Sérgio. **Direito Societário: Análise Crítica**. São Paulo: Saraiva, 2012

CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo código civil**. 7ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 151.

CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima e FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo, 2006.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil**. v. 13. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 35-52.

CHEMLA, Gilles; LJUNGQVIST, Alexander e HABIB, Michael A. **An analysis of shareholder agreements**. NYU, Ctr for Law and Business Research Paper No. 02-01.2004.

CRESCIULO, Felipe C.; MINARDI, Andrea M. A. **Um Retrato da Indústria de Venture Capital Brasileira – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes**. In: Inper Working Paper WPE: 279/2012.

CUMMING, Douglas (ed.). **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Second Edition. London: Elsevier, 2014

CUMMING, Douglas (ed.). **The Oxford Handbook of Venture Capital**. New York: Oxford University Press, 2012

CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. **The Extent of Venture Capital Exits: Evidence from Canada and the USA**. In: MCCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. **Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms**. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 339 -370.

DELGADO, Mário Luiz; ALVES, Jones Figueirêdo (Coord.). **Novo Código Civil: questões controvertidas: direito de empresa**. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2010 (Grandes temas de direito privado; v.8)

DRAPER III, William H. Chapter 7: Thee Generations. In:_____. **The Startup Game: Inside the Partnership Between Venture Capitalists and Entrepreneurs**. New York: Palgrave Macmillan, 2011

ECKERMAN, Matthias. Exiting Ventures. In:_____. **Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry: Evidence from the US Venture Capital Market**. Dresden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2005, pp. 63 – 86

FEIDER, Maximilien; KRIEGER, Etienne; MEDJAD, Karim. Chapter 2. **Return Expectations from Venture Capital Deals in Europe: A Comparative Study**. In: PERIS-

ORTIZ, Marta. *New Challenges in Entrepreneurship and Finance*. Heidelberg: Springer, 2015, pp. 17- 33

FAURY, Thiago P.; CARVALHO, Marly M. **Corporate venture capital: geração e acompanhamento em empresas inovadoras**. *Production Journal*, v. 23, n. 4, pp. 735-750, 2013

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito societário: Tipos societários**. São Paulo: Saraiva, 2009 (série *GVlaw*)

FURTADO, Claudio et al. (orgs.). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores – Tudo que você precisa saber para buscar o investimento certo para o seu negócio**. São Paulo: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011

GARCIA, Adilon et al. *Desinvestimento e Retornos*. In: FURTADO, Claudio et al. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores – Tudo que você precisa saber para buscar o investimento certo para o seu negócio**. São Paulo: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, pp. 193 – 231

GOMES, Orlando. **Introdução do Direito Civil**. 18^a. ed. Rio de Janeiro: 2002.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. 2. ed. Cambridge: MIT Press, 2004.

HIRSCH, Julia; WALZ, Uwe. **Why do contracts differ between venture capital types?** *Small Business Economics*, V. 40, issue 3, 2013, pp. 511 – 525

IGLESIAS, Felipe Padin. **Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial**. Dissertação de mestrado. São Paulo, 2011. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-112205/pt-br.php> Acesso em: 22.08.2016.

LEBRUN, Kenneth J. **Making a private equity / venture capital investment in Japan: implementing techniques commonly used in U.S. transactions**. In: 23 *U. Pa. J. Int'l Econ*, L. 213, 2002.

LEONEL, Solange Gomes. **Mitos e Verdades sobre a Indústria de Venture Capital**. 2014. 198 f. Tese (Doutorado em Economia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade de Minas Gerais, Belo Horizonte.

LIMA, Francisco Rohan de. **A razão societária: Reflexões sobre fusões e aquisições e governança corporativa no Brasil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2015

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades limitadas**. 6.ed. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

MENEZES, Rodrigo et al. **O investimento de venture capital: Estrutura e contratos**. In: _____. Coletânea “Venture Capital & Empreendedorismo”. *Revista Capital Aberto* n.º 112 (dez./2012) a 132 (ago/2014)

MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M.; BANKS, Andrew M. **Corporate Venture Capital: From Venturing to Partnering**. In: CUMMING, Douglas (ed.). *The Oxford Handbook of Venture Capital*. Oxford: Oxford University Press, 2012, pp. 211 – 241

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. Chapter 3: VC Returns . In:_____. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. Second Edition. New York: Wiley, 2011, pp. 231 - 247

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**.

NASCIMENTO, Thiago Cavalcante. **Venture Capital como Instrumento de Financiamento à Inovação: Implicações do Aporte em Startups Brasileiras Capitalizadas pelo Fundo CRIATEC**. 2015. 308 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná, Curitiba

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PEREIRA, Cario Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. v. 1. 21.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005

RÁO, Vicente. **Ato jurídico: noção, pressupostos, elementos essenciais e acidentais, o problema do conflito entre os elementos volitivos e a declaração**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994.

REED, Stephen F; BARRON, Esther S. Chapter XI: Exit Strategies. In:_____. **Entrepreneurship Law: Case and Materials**. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer, 2013, pp. 335 – 393.

RIBEIRO, Cinthia Daniela Bertan. **Financial contracting choices in Brazil: does the Brazilian legal environment allow private equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies?** In: 13-SPG L. & Bus. Rev. Am. 355, 2007.

RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. **Estratégia de saída em capital de risco**. Revista de Administração, São Paulo, v. 40, n. 1, p. 55-67, jan./fev./mar. 2005.

SAHLMAN, William. **The structure and governance of venture capital organizations**. The journal of Financial Economics, 27, 1990.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de private equity & venture capital: o alinhamento dos interesses entre fundos de investidores de PE&VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

SARFATI, Gilberto. **Estágios de desenvolvimento econômico e políticas públicas de empreendedorismo e de micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) em perspectiva comparada: os casos do Brasil, do Canadá, do Chile, da Irlanda e da Itália**. Revista de Administração Pública, 47 (1), pp. 25-48, jan./fev. 2013

SCHOAR, Antoinette; LERNER Josh. **Transaction structures in the developing world: evidence from private equity.** Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=511202 Acesso em: jul/2016.

SIMÃO FILHO, Adalberto. **A nova sociedade limitada.** Barueri, SP: Manole, 2004.

STEVENSON, Shannon Wells. **The venture capital solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duty.** Duke Law Journal. Vol. 51:1139, 2001. Disponível em: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1152&context=dlj> Acesso em: jul/2016.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. **Sobre a opção de compra de ações.** Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 39, p. 226. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

VELOSO, Zeno. **Condição, termo e encargo.** São Paulo: Malheiros, 1997.

PERES, Tatiana Bonatti. **Opção de compra.** Curitiba: Juruá, 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Negócios com opções.** Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 114, p. 63. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

9. Sumário preliminar

1. INTRODUÇÃO

2. O MODELO DE INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

2.1. Regime Jurídico

2.2. Atores e Veículos

3. ESTRUTURAS JURÍDICAS DE DESINVESTIMENTO DENTRO DO CICLO DE VENTURE CAPITAL

4. DESAFIOS DO DESINVESTIMENTO NA PERSPECTIVA DA PROTEÇÃO AO INVESTIDOR

5. ESTUDO DE CASO SOBRE SUCESSOS E FRACASSOS EM SAÍDAS DE OPERAÇÃO DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

6. CONCLUSÕES

10. Principais etapas e cronograma de execução

Estimativa das horas de dedicação necessárias à realização de cada etapa do trabalho:

	Pesquisa bibliográfica	Fichamento de obras de referência	Redação do texto	Consolidação do texto	Revisão final	Horas
out.17	40	12				52
nov.17		12	80			92
dez.17				40	40	80
Horas	40	24	80	40	40	224