OS INVESTIMENTOS E A CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR CONTRATOS DE "PRIVATE EQUITY" E "VENTURE CAPITAL"

NIKOLAI SOSA REBELO

1. Introdução. 2. Conceito de "private equity" e "venture capital". 3. Histórico e evolução do "private equity" e "venture capital" no Brasil e no mundo. 4. Os fundos de investimentos de "private equity" e "venture capital". 5. Procedimento de análise de empreendimentos para investir: 5.1 Prospecção e apresentação de planos de negócios; 5.2 Documentos preliminares; 5.3 "Due diligence"; 5.4 Contratos. 6. Cláusulas e outras exigências dos investidores: 6.1 Alteração do tipo societário; 6.2 Mudanças no estatuto social de sociedades anônimas; 6.3 Acordo de acionistas. 7. Mecanismos de desinvestimentos – Análise estratégica: 7.1 Venda da sociedade para outra sociedade empresária maior (fusões e aquisições); 7.2 Abertura de capital mediante oferta inicial (IPO – "Initial Public Offering"); 7.3 Recompra da participação dos investidores pelos sócios originais; 7.4 Liquidação. 8. Aspectos tributários. 9. Conclusão. Bibliografia.

1. Introdução

O presente estudo tem como pretensão apresentar aos leitores os mecanismos de investimento de risco que são uma nova prática utilizada no mercado brasileiro. Os especialistas em direito empresarial estão atentos a esses negócios, pois muitos escritórios estão presentes na elaboração desses contratos e muitos empresários e sociedades empresárias já foram investidas por estes investidores de risco que são os investidores de *private equity* e *venture capital*, mas a grande maioria ainda ignora os procedimentos e contratos utilizados nestas negociações. Assim, a característica do presente texto é exatamente a de uma apresentação desses procedimentos aos que ainda o desconhecem. Não se buscará, aqui, analisar questões que podem ser controvertidas para não deixar o artigo muito extenso, ficando a análise crítica para algum estudo futuro.

2. Conceito de "private equity" e "venture capital"

O escopo do presente trabalho é apresentar esta moderna modalidade de captação de recursos para desenvolvimento da atividade empresária. O sujeito dessa atividade é o empresário ou a sociedade empresária. O empresário individual dificilmente vai conseguir obter um empreendimento muito grande, mas isso não significa dizer que não possa ser bem sucedido e obter boa remuneração do seu capital. De outro lado, é através das formas societárias que se consegue montar um negócio empresarial de penetração no país inteiro e até mesmo com presença global.

Assim, chega-se a um complexo modelo que está crescendo no Brasil, seguindo exemplos da América do Norte e da Europa, sendo esperada a utilização ainda maior desta nova forma de investimentos no mercado pátrio, devido ao crescimento e estabilidade econômicos vivenciados no país a partir de meados da década de 1990 até o presente.

O novo modelo que será tratado é conhecido por *investimentos em capital de risco*. Nos Estados Unidos, dois termos são utilizados para definir estes investimentos: *private equity* e *venture capital*.

Nestes negócios haverá, no mínimo, a participação de duas partes, de um lado o investidor de risco e, do outro, o empreendedor. Existe também outra configuração desta modalidade de investimento (sendo para as sociedades mais uma opção de captação de recursos) mais utilizada que costuma trazer melhores resultados que é a participação de um intermediário profissional da gestão e administração dos investimentos que escolherá quais serão as sociedades empresárias investidas. Tem-se, desta forma, três partes: o(s) investidor(es), o administrador gestor do investimento e a sociedade empresária (empreendedor).

O investidor é um capitalista em busca de rendimentos para o seu capital. Normalmente ele não interfere nem participa diretamente da parte operacional da sociedade investida. Já o administrador do investimento (sociedades empresárias especializadas na gestão de *private equity* e *venture capital*), normalmente, é profissional contratado com a missão e a designação de escolher sociedades empresárias para serem investidas e nelas interferir sempre que necessário para proteger o investimento e tentar assegurar o sucesso no final do ciclo. A sociedade empresária investida tem como vantagem a obtenção de recursos em condições que não conseguiria no mercado e sem se preocupar com os prazos e condições normalmente exigidas pelas instituições emprestadoras de dinheiro.

O investimento de risco funciona da seguinte forma: o investidor disponibiliza um valor (normalmente pela criação de um fundo) determinado para aplicar em empreendimentos com a característica de ter uma expectativa de alto crescimento no médio e longo prazo. Contrata-se um gestor e administrador de fundos que fica encarregado de selecionar os empreendimentos que atendam as expectativas do investidor. Após escolhido o empreendimento, são estabelecidas as condições do investimento; realizado o investimento, os investidores entram na sociedade investida, ou seja, tornam-se sócios e, normalmente, através do administrador do fundo, participam na gestão operacional, controlando, normalmente a parte de gestão financeira da companhia investida. Ao final de alguns anos, o investidor usa mecanismos de desinvestimento, ou seja, retira o seu capital da sociedade e, se tudo correu dentro do esperado, com lucros que superam as taxas de retorno de investimentos de menor risco.

Percebe-se, então, que outra característica marcante é o ingresso do investidor na sociedade. A vantagem para as sociedades que recebem recursos desta forma está em que o capital investido fica imobilizado, portanto, não se submete aos prazos de pagamentos dos recursos obtidos por empréstimos. Esta obtenção de recursos se enquadra no conceito de capital próprio, pois o investidor torna-se sócio da sociedade investida. A grande diferença é que este novo sócio é, na verdade, um capitalista, que tem, sim, expectativa de obter lucros altos com sua aplicação financeira na sociedade investida e não de permanecer nela indeterminadamente, como ocorre quando se constitui uma sociedade com finalidade empreendedora.

O tempo de permanência do investidor na sociedade depende da fase do empreendimento. Quanto mais inicial for o estágio de desenvolvimento da sociedade, maior será o tempo necessário para obter o retorno. Aqui entra a diferença entre o *private equity* e o *venture capital*. Ambos são modalidades de

investimento de risco, mas a fase do investimento determina quando será chamado de *private equity* ou de *venture capital*. Os investimentos realizados em fases iniciais da vida de um empreendimento caracterizam o *venture capital*. O *private equity*, por sua vez, ocorre em estágios mais avançados da companhia, por exemplo, no estágio prévio à abertura de capital. O objetivo da sociedade empresária ao captar recursos em *private equity* é a maturidade do empreendimento e no *venture capital* é viabilizar economicamente a atividade nos seus primeiros anos. Esta diferença é explicada por Douglas Cumming e Sofia Johan:[1] "Os termos *venture capital* e *private equity* diferem primeiramente no que diz respeito ao estágio de desenvolvimento da sociedade empresária em que eles investem. Venture capital se refere aos investimentos em empresas em *estágios mais iniciais* (*capital semente* ou *empresas start-ups*), enquanto private equity é um termo mais abrangente que também englobam investimentos em fases mais avançadas do desenvolvimento, até mesmo aquisições e investimentos em recuperações de empresas".[2]

Segundo Dalton Schimitt Junior, na dissertação de mestrado "Financiamento de pequenas e médias empresas: aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco", o capital de risco, com intermediação de administrador e gestor profissional, é um instrumento mais acessível a sociedades empresárias que ultrapassam a fase inicial, com resultados econômicos de certa expressão, embora alguns investidores apostem também nas primeiras fases de desenvolvimento das companhias.[3] Segundo ele, as primeiras fases dos ciclos financeiros das sociedades empresárias têm como investidores de risco pessoas físicas, denominadas *angel investors*, adotando procedimentos semelhantes aos capitalistas de risco, porém menos rígidos e profissionalizados.[4]

Os investidores de *private equity* e *venture capital* são, portanto, investidores de capital de risco e podem ser individuais, institucionais e/ou organizar-se através de fundos de investimento. Um dos modelos mais adotados é a constituição de um Fundo de Investimento em Participações – FIP, que deve observar determinadas regras e criar seu próprio regulamento, conforme será analisado mais adiante. Normalmente contrata-se um administrador e gestor profissional de investimentos em capital de risco que fará a seleção dos projetos das sociedades investidas e nelas interferirá posteriormente. A terceira participante destes negócios é a sociedade empresária investida, que aproveita esta modalidade de investimentos para obter recursos em volume que não conseguiria obter dos sócios originais e, em contratos de empréstimo, seria negado ou teria um custo alto e indesejado. Outra característica é que em troca do investimento os investidores recebem participação no capital social, na maioria das vezes, minoritária, mas com ocupação ou possibilidade de ocupação de cargos estratégicos na companhia para monitorar o investimento.

O modelo adotado pela intermediação de uma companhia profissional de gestão e administração de fundos de investimento em participação é conhecido nos Estados Unidos por *limited partnerships*. Em contraposição,

1. Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, p. 5.

2. Tradução livre. No original: "The terms *venture capital and private equity* differ primarly with respect to the stage of development of the entrepreneurial firm in wich they invest. Venture capital refers to investments in earlier-stage firms (seed or start-up firms), whereas private equity is a broader term that also encompasses later stage investments as well buyouts and turn around investments".

3. Dalton Schimitt Junior, *Financiamento de Pequenas e Médias Empresas: Aspectos do Processo de Decisão Empresarial e o Instrumento de Capital de Risco*, p. 14.

4. Dalton Schimitt Junior, *Financiamento de Pequenas e Médias Empresas: Aspectos do Processo de Decisão Empresarial e o Instrumento de Capital de Risco*, p. 12.

tem-se os *corporate funds*, quando o próprio investidor monta a estrutura para administrar seu portfólio de investimentos. Normalmente, os *corporate funds* são utilizados por algumas sociedades empresárias que utilizam esta estrutura de *venture capital* para investir em novas tecnologias e incorporá-las na atividade principal. Já o modelo *limited partnership* é mais usado quando o retorno financeiro é o principal (para não dizer, único) objetivo. Outro modelo de se montar uma sociedade de investimentos é pela criação de uma sociedade *holding*, ou seja, uma sociedade cujo objeto social é participar em outras sociedades, sem a necessidade de ser operacional.

A expectativa de todas as partes envolvidas é sempre que o alto potencial de crescimento se concretize, consolidando ainda a posição de mercado para a sociedade investida e possibilitando a saída do investidor com os lucros esperados.

3. Histórico e evolução do "private equity" e "venture capital" no Brasil e no mundo

Sem dúvida nenhuma, o mercado de *private equity* e *venture capital* mais desenvolvido do mundo é o dos Estados Unidos. Esta modalidade de negócios surgiu, por primeiro, nesse país, sendo praticado desde a década de 1940. A primeira estrutura profissional de *private equity* e *venture capital* nasceu em 1946, montada dentro do *Massachusetts Institute of Technology* (*MIT*).

O primeiro marco regulatório, nos Estados Unidos da América, para os investimentos de capital de risco, é datado de 1958, com a criação das *Small Business Investment Companies* (SBICs), permitindo-se a criação de companhias privadas de capital de risco, que autorizam a alavancagem do capital comprometido em duas ou três vezes, através de financiamentos e garantias do Governo. Em 1979, surge a redefinição da norma conhecida por *Prudent Man Rule*, com maior transparência na administração dos fundos de pensão, mas ainda em posição conservadora e cautelosa, autorizando-se a estes investidores aplicar, apenas, 5% de seus ativos em capital de risco. Outros benefícios, principalmente de caráter fiscal, foram concedidos a partir das décadas de 1970 e 1980, tendo como consequência a maior participação dos investidores institucionais e a consolidação do modelo estruturado chamado de *venture capital limited partnerships* com a intermediação profissional na seleção e participação dos empreendimentos investidos. Os Estados Unidos viveram a verdadeira e primeira grande onda destes investimentos em meados dos anos 1980, precisamente de 1986 a 1988. A segunda grande onda destes investimentos ocorreu já nos anos 2000, na fase prévia à crise mundial que se instaurou a partir de 2008.[5]

O modelo americano foi seguido no mundo todo, tendo algumas variações em razão das diferentes culturas. As mudanças de modelos de *private equity* e *venture capital* ao redor do mundo decorrem da influência e incentivos dos ordenamentos jurídicos de cada país, alguns concedem benefícios fiscais semelhantes aos norte americanos, outros não se assemelham tanto. Outro grande influenciador é a diferença entre os sistemas legais da *Common Law* (Estados Unidos e Inglaterra são os grandes exemplos) e *Civil Law* (Brasil, Itália, Alemanha, etc.).

No Brasil, alguns fundos de investimentos existem desde a década de 1950, constituídos, primeiramente, na forma societária e não de fundos de investimentos na modalidade atual, tendo sido objeto, inclusive, de obra jurídica.[6] Já em 1957, constituiu-se o fundo Crescinco que apesar de não ser um Fundo de *private equity* e *venture capital*, já adotava a forma de condomínio, mesma natureza jurí-

5. Steve Kaplan, "Private equity: past, present and future", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n. 3, p. 8. Entrevista concedida a Don Chew, Chicago, 2007,

6. Oscar Barreto Filho, *Regime Jurídico das Sociedades de Investimento ("Investment Trusts")*.

dica dos Fundos de Investimento em Participação previsto nas normas atuais. Na década de 1970, através de órgãos governamentais e bancos públicos de desenvolvimento econômico, alguns investimentos já adotavam um modelo semelhante ao atual de *private equity*. A partir da década de 1980, surgem as primeiras companhias privadas especializadas no mercado de *private equity* e *venture capital*. A CRP – Companhia de Participações, por exemplo, foi criada em 1981,[7] tendo vasta experiência nestas negociações contando, atualmente, com parceiros investidores públicos e privados e administrando amplo portfólio. O mercado de capital de risco, porém, ainda se encontra em fase de consolidação. O Brasil só passou a ter investimentos em capital de risco de forma relevante a partir da segunda metade da década de 1990, com a estabilidade do plano econômico, a partir da implantação da moeda atual, o Real, quando fundos norte-americanos passaram a destinar parte de seus recursos para o mercado brasileiro. A expectativa é que aumentem o número de investimentos desta natureza, devido ao crescimento e à consolidação das regras do mercado de ações brasileiro, bem como ao período de crescimento econômico do país, que foi um dos menos afetados pela crise mundial de 2008, ainda com graves reflexos na economia mundial.

4. Os fundos de investimentos de "private equity" e "venture capital"

Um dos modelos mais eficientes de se estruturar os investimentos de *private equity* e *venture capital* é através da constituição de um Fundo de Investimentos em Participação – FIP que contratará um administrador profissional. O administrador fica encarregado de selecionar os projetos apresentados pelas sociedades empresárias interessadas em captar tais recursos, podendo o próprio administrador prospectar algumas sociedades com potencial para ser investidas (prospecção ativa).

A constituição destes fundos é regulado na CVM, pela Instrução 391 de 2003. A natureza jurídica do FIP é a de condomínio fechado. Trata-se de uma comunhão de recursos destinados a aquisições de ações ou outros títulos conversíveis em ações de sociedades anônimas abertas ou fechadas, com participação efetiva no processo decisório e influenciando nas questões estratégicas pela indicação de membros no conselho de administração da companhia investida (definição do art. 2º da Instrução 391/2003 da CVM).

Todo o FIP constituído deve criar o seu próprio regulamento que deverá conter os elementos exigidos pelo art. 6º da Instrução 391/2003 da CVM:

"Art. 6º. (...).

"I – prazo máximo para a integralização das cotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento, a contar da respectiva data de registro na CVM;

"II – qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora;

"III – política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

"IV – regras e prazo limite para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor;

"V – regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações mencionadas no art. 2º, a partir de cada integralização de capital e, sobre a restituição do capital ou prorrogação deste prazo, no caso de não concretização do investimento no prazo estabelecido;

"VI – procedimento para eventual celebração de novo compromisso de investimento, e critérios detalhados sobre a avaliação

7. Cf. informação em sítio de internet *http://www.crp.com.br*, consultado em 25.5.2011.

das cotas adquiridas depois da subscrição inicial;

"VII – taxa de ingresso e/ou de saída a ser paga pelo cotista, e critério para sua fixação;

"VIII – metodologia para determinação do valor de contabilização dos ativos do fundo, inclusive quanto aos critérios de provisionamento e baixa de investimentos;

"IX – remuneração do administrador ou critério para sua fixação, podendo incluir taxa de administração e de performance;

"X – informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação;

"XI – despesas e encargos do fundo;

"XII – possibilidades de amortização, com as respectivas condições, respeitado o disposto no Capítulo VI desta Instrução;

"XIII – competência da assembleia geral de cotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação;

"XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;

"XV – indicação de possíveis conflitos de interesses;

"XVI – processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;

"XVII – existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver;

"XVIII – regras para a substituição do administrador;

"XIX – tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos;

"XX – hipóteses de liquidação do fundo;

"XXI – possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos; e

"XXII – data de encerramento do exercício social."

O regulamento do fundo pode prever a natureza dos empreendimentos que podem ser investidos. Vale dizer, os próprios investidores determinam o tipo de investimentos que devem ser realizados pelo administrador. Determinado fundo, por exemplo, pode ser constituído para investir em companhias nas fases mais iniciais de desenvolvimento e de alta tecnologia, sendo, neste caso, um fundo de *venture capital*, pois aposta em empreendimentos novos com maior risco e alta expectativa de crescimento. Este tipo de fundo demorará mais tempo para ser liquidado em razão de sua natureza. Outro fundo pode ser constituído somente para investimentos em *private equity*, ou seja, em sociedades empresárias mais desenvolvidas para fortalecê-las e consolidá-las no mercado, promovendo o seu rápido crescimento.

A norma *supra* mencionada ainda determina a inscrição do FIP na CVM que deve autorizar seu funcionamento. Tal autorização, porém, só é condicionada à verificação formal de documentos previstos no art. 4º da Instrução e dos demais requisitos exigidos pela norma. Além disso, exige-se o valor mínimo de subscrição nas quotas dos FIPs de 100 mil Reais, conforme art. 5º da Instrução 391/2003.

Apesar de determinar-se que o Fundo de Investimentos em Participação se constitui na forma de condomínio, existem algumas características desta organização que se assemelham a uma forma societária. Primeiro, o fato de ter um regulamento dá a entender uma forma associativa; segundo, e este é o ponto que merece destaque, é o fato de existência de assembleia geral de quotistas, semelhante a uma associação ou a uma sociedade empresária. A assembleia tem poderes para substituir o administrador, definir as normas do regulamento, bem como

alterá-las distribuir novas quotas, entre outras deliberações. Algumas destas deliberações deverão, por outro lado, ser comunicadas a CVM, no prazo de oito dias para serem válidas (Instrução 391/2003, art. 7º). Aliás, a natureza jurídica destes fundos é alvo de constantes debates doutrinários, ainda não existindo unanimidade no entendimento devido às peculiaridades deste negócio jurídico que diferem um pouco da concepção civilista de condomínio.

Por fim, ainda sobre os FIPs, recentemente foi publicado um código de boas práticas de mercado ABVCAP-Anbima,[8] criado no âmbito de associações privadas sobre *private equity* e *venture capital*, em que se diferenciam os fundos de investimentos em diferentes tipos. O critério de distinção é a criação de Comitê de Investimentos e Conselho de Supervisão. O Comitê de Investimentos é um órgão que avalia as questões sobre investimentos e alienação de ativos, enquanto o Conselho de Supervisão fica encarregado de analisar conflitos de interesses e de ratificar os atos do comitê de investimentos.

Pelo referido código de boas práticas, os fundos podem ser classificados em Tipo 1, Tipo 2 e Tipo 3. O fundo de Tipo 1, previsto no art. 24, deve ter instaurado o Comitê de Investimentos composto por membros indicados pelos cotistas, podendo ter ou não o Conselho de Supervisão. O fundo do Tipo 2, previsto no art. 25, deve ter Comitê de Investimentos composto por profissionais da administração e da gestão do fundo, bem como obrigatoriamente, Conselho de Supervisão. Já o fundo do Tipo 3, previsto no art. 26, não tem Comitê de Investimento formado na forma prevista nesta regulamentação, mas deve conter um Conselho de Supervisão.

Obviamente não se trata de regulamentação oficial, portanto, sem caráter coercitivo. De outro lado, são consideradas normas de boas práticas do mercado de *private equity* e *venture capital*, em caráter de autorregulação. Neste aspecto, é importante lembrar que o âmbito empresarial sempre se adiantou à regulação oficial por lei ou outras normas infralegais, criando normas internas de mercado que costumeiramente são respeitadas. O costume é válido como fonte do direito e, sabendo da seriedade destes negócios, certamente a maioria dos contratos de *private equity* e *venture capital* pela constituição de FIPs observará tais práticas.

8. Código ABVCAP-Ambima, disponível em *http://www.anbima.com.br/supervisao/arqs/cod_abvcap.pdf*, consultado em 29.5.2011.

5. Procedimento de análise de empreendimentos para investir

O processo de análise de projetos e de sociedades empresárias que serão investidas pelos fundos de investimento de private equity e venture capital é complexo e extremamente profissionalizado. No modelo em que se constitui o Fundo de Investimento em Participações, talvez o mais eficiente quando o objetivo é promover o maior ganho financeiro, quem se encarrega de fazer a seleção destes projetos é o administrador profissional, contratado pelo fundo. Conforme já adiantado, o próprio regulamento do fundo pode definir o perfil dos investimentos, ou seja, pré-determinar o objeto das sociedades com potencial para investimento (áreas de alta tecnologia, saúde, computação, etc.), ou a fase do empreendimento (se mais inicial, ou mais avançada, ou, até mesmo, em recuperação judicial). Além disso, os fundos podem criar o Comitê de Investimentos que deve aprovar também o projeto selecionado pelo administrador.

5.1 Prospecção e apresentação de planos de negócios

A primeira fase do processo de escolha de sociedades empresárias para serem investidas com os recursos dos Fundos de *private equity* e *venture capital* é a chamada prospecção. A prospecção é a análise do mercado,

pesquisa sobre informações das sociedades empresárias de determinada região ou sobre determinado setor.

Quem realiza esta atividade é o administrador do fundo. Esta fase pode ser realizada de forma ativa ou passiva. Quando o próprio administrador do fundo busca as companhias, fazendo ele o primeiro contato com o objetivo de despertar o interesse dos controladores ou administradores de determinada sociedade empresária, estará realizando a chamada prospecção ativa. Por outro lado, também ocorre a prospecção passiva, ou seja, as companhias de *private equity* e *venture capital* recebem os projetos, e quem realiza o primeiro contato é a sociedade empresária em busca de novos recursos e novas parcerias para promover a ampliação da sua atividade.

O primeiro contato entre o administrador do fundo e a sociedade a ser investida pode ser breve, até mesmo por telefone ou via e-mail. Depois de demonstrado o interesse inicial pelas partes, o próximo passo é a apresentação de um plano de negócios, conhecido também pela expressão do idioma inglês *business plan*. Este plano de negócios deve ser elaborado pela própria sociedade empresária que pretende admitir um investidor de risco como novo sócio.

O plano deve conter a descrição de todos os aspectos da sociedade empresária, conter o histórico, as atividades, quem são os atuais administradores, os profissionais que nela atuam, o projeto futuro, o que pode ser feito com os recursos do investimento, etc. Em verdade, não existe uma regra sobre o conteúdo desse documento, mas tendo em vista que o objetivo da sociedade empresária é atrair o investidor e conquistar sua confiança, quanto mais completo e detalhado, melhor será.

A elaboração do plano serve para descrever e analisar uma proposta estratégica de um empreendimento, que pode ser o desenvolvimento de uma nova atividade de uma nova sociedade empresária, ou um projeto, que pode ser o desenvolvimento de novo produto, a expansão territorial da companhia (entrada em um novo território), mudança de tecnologia, a reestruturação do negócio, etc. Além da função de atrair o interesse do investidor, devendo demonstrar a sua viabilidade para atingir tal objetivo, ele deve efetivamente orientar as atividades da sociedade empresária e, ao longo de sua aplicação, sendo constantemente avaliado para analisar se os resultados originalmente esperados foram atingidos e se o plano merece alguma correção.

Para a elaboração de um bom plano de negócios, o autor Luiz Egydio Malamud Rossi refere que devem ser respondidas, inicialmente as seguintes questões: Quem é o cliente da companhia? Qual é o tamanho do mercado? Quais são os pontos fortes e fracos da companhia? Qual é o principal objetivo estratégico?[9]

Depois, este autor divide a elaboração do plano em várias etapas que evidencia também o conteúdo recomendado: 1. Sumário executivo, 2. Plano de mercado, 3. Plano de vendas, 4. Plano operacional, 5. Plano de recursos humanos, 6. Plano financeiro e 7. Aspectos estratégicos.[10]

As companhias de *private equity* e *venture capital* analisam diversos planos de negócios, mas pouquíssimos são considerados. Ao final, menos de um por cento dos planos recebidos e analisados são escolhidos para serem efetivamente investidos. No plano internacional, na obra dos professores estrangeiros Douglas Cumming e Sofia Johan, foi citada uma pesquisa datada de 1990 em que a cada mil planos, 50 são pré-selecionados, dos quais, 25 são analisados com maior atenção; dez deles chegam a fase da *due diligence*, ou seja, das auditorias aprofundadas, sendo aprovados um ou dois planos.[11] Os adminis-

9. Luiz Egydio Malamud Rossi, *Manual de "Private Equity" e "Venture Capital": Passos para a Atração de Investidores e Alocação de Recursos*, pp. 63 a 66.

10. Idem, pp. 67 a 83.

11. Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective*, p. 284.

tradores dos fundos devem ser muito críticos com todo o *business plan* recebido, pois sua função é diminuir o risco natural destes investimentos. A seleção criteriosa é a primeira medida dos administradores do fundo para mitigação do risco e diminuição da assimetria informacional existente.

5.2 Documentos preliminares

As negociações empresariais de *private equity* e *venture capital*, bem como todas as operações de fusões e aquisições, têm como primeiro documento assinado pelas partes envolvidas o chamado termo de confidencialidade. Trata-se de negócio jurídico em que as partes delimitam algumas informações privilegiadas que não podem ser reveladas sob pena de responsabilização e de pagamento de multas contratuais altíssimas.

Certamente que o termo de confidencialidade tem natureza jurídica de negócio jurídico, pois cria, desde logo, uma relação jurídica entre as partes. Ele serve para regular exclusivamente o tráfico das informações que cada parte terá acesso sobre os negócios da outra. No âmbito empresarial, existem verdadeiros segredos do negócio que podem definir o sucesso da sociedade empresária. É claro que algumas das informações já foram reveladas a esta altura no plano de negócios apresentado, mas, a partir dos próximos passos deste processo, o administrador dos investimentos de *private equity* e *venture capital* passa a ter trânsito liberado dentro da companhia investida, sendo relevante firmar tal compromisso por precaução e para garantir os segredos da sociedade empresária. Os termos de confidencialidade preveem a responsabilização pela revelação indevida de segredos de negócios. No âmbito da *Common Law*, porém, os contratos de *private equity* e *venture capital* não utilizam, em sua maioria, este acordo preliminar, pois o direito de não revelar é subentendido e assegurado pelos precedentes judiciais mesmo sem a cláusula.[12]

Outro documento preliminar assinado pelas partes é o termo de compromisso ou protocolo de intenções, conhecido também por *term sheet*. Este documento é um acordo simples, não muito extenso de caráter não vinculativo (em regra), onde são especificadas as primeiras ideias de como poderá ser concretizado o negócio. O protocolo de intenções pode ser entendido como uma proposta não vinculativa, onde já se tem previsão de todas as condições da futura parceria, como o provável valor investido, o tipo de ações que serão adquiridas pelo novo sócio, se o investimento será dividido em rodadas, entre outros aspectos, mas ainda sem que se tenha realizado o verdadeiro processo de *valuation* (avaliação do valor) do empreendimento e, por isso, ainda não se assume o compromisso definitivo. Alguns destes acordos firmados podem conter cláusulas que já prevejam algum tipo de responsabilidade, como por exemplo, responsabilização da sociedade empresária se o acordo não for concretizado em razão de conduta sua que dificultou a *due diligence* pelos custos de todo o processo de avaliação. Neste caso, não será uma simples proposta, mas, de fato um contrato preliminar, pois terá previsão de obrigações para as partes. Em regra, se o acordo não se concretizar pelo simples fato de não se ter revelado vantajoso após a *due diligence*, não se exige dos empreendedores, ou seja, da sociedade empresária que seria investida, o pagamento desses custos.

5.3 "Due diligence"

O administrador do FIP ou a companhia de *private equity* e *venture capital*, depois de realizar a primeira triagem, selecionando determinada sociedade empresária para ser

12. Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, p. 284.

investida, realiza uma complexa auditoria, conhecida por *due diligence*, a fim de se estabelecer exatamente o valor investido, o tipo de ações que serão adquiridas, a forma do investimento (se em rodadas ou de uma só vez), definir os contratos que serão exigidos, etc. Tudo que, até o momento, era apenas uma probabilidade, agora será testado e observado a fim de se confirmar o negócio prospectado ou não. Nesta fase, em regra, se o modelo de *private equity* e *venture capital* adotado tiver previsão de instalação do Comitê de Investimentos, já há necessidade de sua prévia aprovação, pelos custos elevados da realização da *due diligence*.

O processo de auditoria realizado para a avaliação do negócio (*valuation*) deve fazer o levantamento mais amplo e completo possível da situação econômico-financeira e jurídica da companhia. Assim, uma equipe com diversos profissionais especializados é montada para analisar a situação completa da sociedade empresária a ser investida, através de coleta de dados e documentos relevantes sendo realizada presencialmente pelos profissionais.

A exemplo dos processos de aquisição e fusão, na *due diligence* dos investimentos de *private equity* e *venture capital*, normalmente se disponibiliza uma sala específica para os auditores trabalharem e fazer o levantamento dos dados e documentos. Trata-se da disponibilização de um *data room*. O *data room* é um lugar separado para facilitar a análise dos documentos e informações que merecem maior discrição, ou seja, documentos revelados somente em razão do esperado processo futuro de aquisição das ações.

O complexo estudo de auditoria envolve análise de documentos contábeis e jurídicos. O maior número possível de informações é coletado, buscando revelar o total de ativos e passivos da companhia investida. Para isso, analisam-se os documentos contábeis da sociedade empresária, bem como os documentos referentes aos litígios judiciais e/ou arbitrais de toda a natureza. Em regra, os documentos contábeis devem conter praticamente toda a situação patrimonial da companhia, mas a prática e os anos de experiência já demonstraram que somente tal análise é insuficiente. Por isso, recorre-se a pesquisa de ações judiciais e litígios arbitrais em que a companhia está envolvida, pois tais disputas trazem um possível passivo futuro e não revelado ainda nas peças contábeis, bem como um possível valor a receber que tampouco pode estar contabilizado devido ao fator "incerteza".

A auditoria jurídica, chamada também de *legal due diligence*, deve analisar todos os aspectos jurídicos possíveis.

Pode-se iniciar pela situação societária da companhia, pois certas decisões prévias ao efetivo investimento poderão passar por uma deliberação dos sócios. Deve-se, portanto, revelar quem são os sócios dessa companhia, sendo que cada forma societária tem normas legais sobre as deliberações sociais e de admissão de novos sócios. Por exemplo, a sociedade limitada pode ter limitações à entrada de novos sócios, devendo tal situação ser condicionada à aceitação expressa dos sócios. Para conhecer o tipo societário e as regras para admissão de sócios, os inspetores devem analisar o contrato social ou o estatuto social. Importante recordar, ainda, que por imposição da regulamentação da CVM, no investimento por meio de Fundo de Investimento em Participação, a sociedade empresária que adotar outra forma que não a anônima, deverá ser convertida para este tipo societário antes de admitir o novo sócio capitalista.

Os auditores jurídicos devem também analisar a situação da sociedade empresária com os seus empregados, analisando a regularidade das contratações e relações de emprego, bem como os litígios trabalhistas. A análise deve ser crítica, definindo as probabilidades de condenações futuras e os possíveis valores, pois serão considerados no momento de avaliar o montante do investimento.

No que diz respeito aos litígios cíveis e do direito do consumidor, embora normal-

mente tais demandas não envolvam grandes valores individualmente, são ações em escala que podem ter, em conjunto, valor relevante. Por isso devem ser consideradas e computadas nos dados para a posterior avaliação. Algumas ações, ainda, podem ter valores mais elevados, principalmente em casos de danos morais. Hoje, o direito brasileiro não mais discute a possibilidade de existir o dano moral, ele é amplamente aceito. Sua valoração ocorre por critérios desenvolvidos pela doutrina e pela jurisprudência, sendo a regra fixada de que o valor deve compensar a dor do ofendido e, ao mesmo tempo, punir o ofensor (chamado na doutrina estrangeira de *exemplary damage*). Apenas para citar um exemplo, no caso de sociedades que tenham por objeto a prestação de serviços de transporte, as condenações em acidentes com mortes atingem valores superiores a 200 mil reais. Lembra-se, também, que, na relação entre fornecedor (empresário) e consumidor, vige a regra da responsabilidade objetiva (independentemente de culpa) que, além de ser aplicável à situação contratual, é estendida a todas as vítimas de evento decorrente do fato do serviço ou fato do produto (art. 14 da Lei 8.078/1990 – Código de Proteção e Defesa do Consumidor), além da existência de outras tantas facilidades processuais em favor do consumidor presumivelmente hipossuficiente.

Os litígios interempresariais também devem ser analisados, para verificar-se a possibilidade de receitas ou despesas futuras. Aqui, é importante ressaltar, que, se a companhia auditada já tiver uma posição considerável no mercado, os contratos empresariais mais complexos e de valores maiores tem adotado a arbitragem como forma alternativa de solução de litígios. Algumas relações interempresariais adotam também a mediação, mas a arbitragem segue sendo a opção mais usada. Existe, neste aspecto, grande dificuldade de obter informações sobre processos de arbitragem, pois estes procedimentos são sigilosos e dificilmente revelados ao público. Os auditores somente terão acesso aos processos arbitrais se existir a cooperação dos profissionais da sociedade empresária auditada.

As ações tributárias, tanto em processos judiciais como administrativos, devem ter especial atenção por parte dos auditores. As dívidas fiscais, normalmente são vultosas e deve se analisar a probabilidade de serem confirmadas em ações judiciais, tais como em embargos a execuções fiscais, anulatórias, declaratórias ou nas diferentes esferas administrativas (municipal, estadual ou federal).

Outras ações e litígios com o Poder Público devem ser registrados no relatório da auditoria. Por exemplo, multas de trânsito ou multas por descumprimento de contratos com a Administração. Aqui, a ênfase é dada quando a companhia investida tiver relações com a Administração Pública direta ou indireta, como no caso de empresas concessionárias de serviços públicos (por exemplo, de linhas regulares de transporte coletivo de passageiros) e de contratos administrativo com participação em licitação ou mediante dispensa ou inexigibilidade. Nestes casos, em que existem contratos com a administração pública, um cuidado a ser tomado é que se, por qualquer razão, ocorrer transferência do controle, faz-se necessário pedir anuência previamente ao Administrador Público e, no caso de concessionária, ao Poder Concedente, sob pena, de caducidade da concessão (Lei 8.987/1995, art. 27). Nesta situação, a administração pública analisa se a transferência do controle não prejudicará a qualidade técnica do serviço contratado, podendo não autorizar a transferência e causar a rescisão do contrato administrativo.

As dívidas previdenciárias também devem fazer parte do levantamento realizado na *due diligence*. O sistema previdenciário é composto por diversas normas extremamente complexas, existindo enorme probabilidade de que a companhia tenha algum passivo desta natureza.

Outra grande questão que atualmente pode ser desfavorável a um processo de aqui-

sição ou de investimento de *private equity* e *venture capital* é a análise do passivo ambiental. As ações ajuizadas por danos ambientais normalmente tem como objetivo, além da recomposição do dano quando for possível, a aplicação de multas elevadíssimas. Além disso, a responsabilidade dos proprietários de imóveis pela ocorrência de dano ambiental é transmissível para o adquirente do bem e ao próprio agente financiador, quando tiver sido adquirido mediante empréstimo ou financiamento bancário. A dívida também é transmitida ao novo controlador de sociedade empresária, quando o negócio for de alienação do controle.

Enfim, a parte jurídica da *due diligence* deve analisar todos os aspectos possíveis que podem interferir na avaliação do valor e da viabilidade do investimento, devendo-se acrescentar em cada caso os aspectos específicos de cada atividade (ex. se for telecomunicações, diligenciar junto aos processos administrativos da ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações; se for transporte aéreo, diligenciar junto a ANAC – Agência Nacional de Viação Civil; etc.). O importante é sempre ter um procedimento racional e sistematizado para não deixar escapar nenhuma informação relevante da sociedade empresária alvo do negócio de investimento. Trata-se de cuidado crucial para diminuição do risco e da probabilidade de erro na seleção dos planos apresentados e selecionados nas fases anteriores.

A conclusão da *due diligence* ocorre pela apresentação de relatório detalhado do conteúdo com toda a documentação jurídica e contábil. A partir destes dados, os especialistas realizam a *valuation* através de fórmulas matemáticas para chegar-se ao valor do negócio. A avaliação não pode ser exatamente a mesma utilizada num processo de aquisição pura, ou seja, quando, por estratégia empresarial, uma sociedade empresária adquire a outra, ainda mais, se a modalidade de *private equity* ou *venture capital* for de participação minoritária na sociedade investida. Os métodos de avaliação destacados por Luiz Egydio Malamud Rossi são: avaliação por múltiplos, opções reais e fluxo de caixa descontado (um dos mais utilizados para fusões e aquisições). Não se entrará nas questões técnicas contábeis dos cálculos, pois foge à análise jurídica a que se propõe o presente trabalho. Apenas é importante conhecer a existência dos diferentes métodos e saber-se que nenhum deles é absoluto, pois envolve subjetivismo do avaliador na mensuração do risco, além do fato de que cada forma de avaliação poder ter sua melhor aplicação em uma fase específica de desenvolvimento do empreendimento.

5.4 Contratos

Superada a *due diligence* e feita a avaliação do negócio, estabelece-se o valor do investimento, a forma do investimento, as condições e obrigações das partes, culminando com a elaboração e assinatura dos contratos, agora, sim, com vinculação para as partes e em caráter definitivo.

Na verdade, antes de se falar dos negócios firmados para regular os investimentos é importante tratar de um contrato que é firmado bem antes de todo o procedimento já descrito. Pede-se vênia ao leitor para quebrar a cronologia até então estabelecida para a análise do procedimento adotado em *private equity* e *venture capital*, respeitando, de outro lado, a separação temática dos títulos e subtítulos estudados no presente trabalho. Trata-se do contrato entre os investidores e o administrador/gestor do fundo de investimentos. Se o modelo de *private equity* e *venture capital* adotado for o da constituição de um Fundo de Investimento em Participações, será contratada uma companhia especializada na gestão e administração dos investimentos de risco. Nos países de idioma inglês, esse contrato é conhecido como *limited partnership agreement* (ao pé da letra, significa "acordo de parceira limitada").

No ordenamento jurídico brasileiro, tal parceria se enquadraria num contrato de prestação de serviços de assessoria juntamente com um mandato. O direito brasileiro, de outro lado, admite contratos atípicos, ou seja, contratos sem o tipo previsto na lei. A falta de tipicidade não significa ilegalidade. A vigência do princípio da liberdade contratual, que autoriza a criação de negócios jurídicos não regulados expressamente na Lei Civil, possibilita que seja dado o nome do contrato de parceria limitada, ou acordo de parceria limitada, ou até mesmo, o nome no idioma estrangeiro já citado acima. Aliás, o meio empresarial é repleto destes contratos sem tipicidade legal, usando os nomes estrangeiros, principalmente no idioma inglês que costuma ser a linguagem dos negócios.

As partes do contrato de *limited partnership agreement* são os investidores unidos pela constituição de um FIP, devidamente registrado na CVM, que é chamado de *limited partner* e a companhia administradora do fundo (que também tem de ser registrada e autorizada pela CVM, nos termos dos arts. 9º e ss.), chamada no contrato de *general partner*. Por este contrato, o *limited partner* transfere poderes para o *general partner* administrar e gerir os seus recursos financeiros disponíveis através da constituição do FIP. O *general partner* tem dever de selecionar as sociedades empresárias para serem investidas, dentro dos perfis delimitados no contrato e no regulamento do Fundo. O *limited partner*, ou seja, os investidores, com quotas no FIP, pagam como contrapartida um valor pelo serviço de administração e gestão dos investimentos. Normalmente, a remuneração ocorre por dois tipos de pagamentos: o primeiro é uma taxa mensal, enquanto durar o processo de investimento até o efetivo desinvestimento, normalmente um percentual (entre 1 e 2%) calculado sobre o capital comprometido; o segundo, é uma remuneração pelo desempenho, ou seja, o administrador recebe um percentual dos lucros conseguidos ao final do processo de investimento (em regra, o valor é 20% do lucro). Douglas Cumming e Sofia Johan com base em dados empíricos concluíram que tal fórmula de remuneração é eficiente para estimular os *general partners* a obter o melhor resultado possível. O contraponto foi com os chamados *corporate funds*, que se caracteriza por adotar forma societária, em que a sociedade detém o capital e a administração do fundo, realizada internamente por empregados assalariados.[13] Quem se encarrega, na *limited partnership*, de selecionar os projetos e os planos de negócios para serem investidos e desenvolver todo o processo de investimento é o *general partner*, o administrador do fundo, contratando em seu nome diretamente com as sociedades empresárias investidas (Instrução CMV 391/2003, art. 10).

Voltando à descrição cronológica do processo de investimento, após a avaliação do negócio e definidos os critérios de investimentos, as partes firmam os contratos definitivos para iniciar a injeção de recursos na companhia investida e desenvolver, na prática, o plano de negócios aprovado. O contrato firmado é o acordo de subscrição, conhecido também por *subscription agreement*, onde serão delimitadas todas as situações pertinentes, as condições do investimento, o tipo de ações que serão subscritas e adquiridas pelo investidor, a previsão de que será assinado um acordo de acionistas, etc. Todas essas condições passam a ser analisadas adiante.

6. Cláusulas e outras exigências dos investidores

6.1 Alteração do tipo societário

O primeiro passo para iniciar a operação de investimentos é a mudança do tipo societário da sociedade se esta ainda não for uma sociedade anônima. No Brasil, quando o modelo de investimentos de *private equity*

13. Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, p. 289.

e *venture capital* usado for pela constituição de FIPs com contratação de administrador e gestor profissional dos fundos registrados na CVM, haverá a necessidade de a sociedade investida ter a forma de sociedade anônima, seja de capital aberto ou fechado (Instrução CVM 391, art. 2º).

A operação de mudança de tipo societário é denominada de transformação. O conceito legal acrescenta, ainda, o fato de não ocorrer a dissolução nem a liquidação neste procedimento (Código Civil, art. 1.113; e a Lei 6.404/1976, art. 220).

A legislação exige unanimidade na deliberação societária sobre a transformação da sociedade, podendo o contrato ou o estatuto prever outro *quorum*. Neste caso, existirá o direito de retirada do sócio dissidente (Código Civil, art. 1.114; Lei 6.404/1976, art. 221) que receberá o valor correspondente a sua parcela na participação societária, por meio de dissolução e liquidação parcial.

A mudança de tipo societário poderia ser prejudicial aos credores, quando estes tivessem diminuição da garantia do débito em função de tal alteração. Por tal razão, sabiamente a lei prevê que a transformação não prejudicará nem modificará a condição dos credores. Com isso, o credor que contratou com a sociedade, sabendo da responsabilidade solidária dos sócios, seguirá com o direito de executar patrimonialmente os sócios, mesmo depois de realizada a transformação. A regra vale também para o caso de falência. Eis as normas legais sobre tal aspecto:

Código Civil

"Art. 1.115. A transformação não modificará nem prejudicará, em qualquer caso, os direitos dos credores.

"Parágrafo único. A falência da sociedade transformada somente produzirá efeitos em relação aos sócios que, no tipo anterior, a eles estariam sujeitos, se o pedirem os titulares de créditos anteriores à transformação, e somente a estes beneficiará."

Lei 6.404/1976

"Art. 222. A transformação não prejudicará, em caso algum, os direitos dos credores, que continuarão, até o pagamento integral dos seus créditos, com as mesmas garantias que o tipo anterior de sociedade lhes oferecia.

"Parágrafo único. A falência da sociedade transformada somente produzirá efeitos em relação aos sócios que, no tipo anterior, a eles estariam sujeitos, se o pedirem os titulares de créditos anteriores à transformação, e somente a estes beneficiará."

Assim, a sociedade constituída sobre forma diversa da sociedade anônima deverá promover a reunião ou assembleia de sócios a fim de deliberar sobre a transformação societária para a forma anônima, por exigência expressa da Instrução 391 da CVM, se quiser receber investimentos de um Fundo de Investimentos em Participação. Todas as formalidades devem ser observadas para a convocação e instalação regular de tal reunião ou assembleia de sócios. A deliberação por assembleia é obrigatória no caso das sociedades limitadas com mais de dez sócios (Código Civil, art. 1.072, § 1º), que deve inclusive respeitar a forma e prazos de convocação prevista no Código Civil (art. 1.152, § 3º).

6.2 Mudanças no estatuto social de sociedades anônimas

Conforme já analisado, normalmente a sociedade investida será uma Sociedade Anônima, principalmente quando o investimento for oriundo de um FIP. Depois de transformada ou se a sociedade a ser investida já for constituída originalmente no tipo societário "anônima", algumas alterações estatutárias serão promovidas por exigências dos investidores. A reforma do estatuto é competência da assembleia geral, órgão máximo deliberativo (Lei 6.404/1976, art. 122, I).

O capital social da companhia certamente será aumentado, emitindo-se novas ações para serem adquiridas pelo administrador em

nome do Fundo de Investimentos. Esta será a primeira alteração do estatuto social, ou seja, a mudança do capital da companhia.

Tal alteração, em regra, depende de deliberação da assembleia geral. De outro lado, a companhia pode ter o capital autorizado no estatuto social. Vale dizer, os acionistas podem estabelecer estatutariamente determinada quantidade de ações ou determinado valor para um futuro aumento de capital social. Nesta situação, não será necessária a convocação da assembleia geral, podendo ser realizado o aumento do capital por atuação do conselho de administração (Lei 6.404/1976, art. 168, § 1º, *b*).

A convocação de assembleia geral da sociedade anônima deve observar algumas formalidades previstas na Lei, seja ela fechada ou aberta. A companhia fechada deve convocar os seus acionistas para a Assembleia Geral por três anúncios publicados em diários de circulação na sua sede, com antecedência mínima no primeiro anúncio de oito dias (Lei 6.404/1976, art. 124, § 1º, inciso I) em primeira convocação, sendo publicado novo anúncio com prazo de cinco dias de antecedência em caso de não instauração na primeira. Já os prazos de publicação da companhia aberta são de quinze dias, na primeira convocação, e oito, na segunda (Lei 6.404/1976, art. 124, § 1º, inciso II).

Também deve ser observado o *quorum* de instalação e de deliberação. Assim, na assembleia geral para deliberar sobre alteração estatutária, a lei prevê um *quorum* especial de instalação de presença dos acionistas que representem dois terços do capital social (Lei 6.404/1976, art. 135, *caput*), na primeira chamada, mas pode ser realizada com qualquer número na segunda. O art. 136 da Lei das S/A contém o *quorum* de deliberação qualificado de aprovação por acionistas representantes de metade do capital social para algumas matérias. Não está prevista nessa regra diretamente a ampliação do capital social, mas indiretamente, quando se tratar de emissão de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto. A diminuição de preferências das ações já existentes também deve observar este quorum qualificado.

A emissão de ações preferenciais ou alteração de preferências e criação de novas classes dessas ações é outra possível mudança exigida pelos investidores de *private equity* e *venture capital*. Na doutrina estrangeira, sempre existiu grande debate sobre qual o tipo de título adquirido pelos investidores que torna o negócio mais eficiente. As pesquisas analisaram todos os diferentes papéis possíveis de serem emitidos por uma companhia, desde simples ações ordinárias, sem nenhuma preferência adicional, até o sistema de debêntures conversíveis em ações preferenciais de classe especial com determinados direitos diferenciados. Nos Estados Unidos, depois de muitos anos usando e testando diferentes combinações de títulos, tem-se adotado as ações preferenciais conversíveis. Douglas Cumming e Sofia Johan perceberam, no entanto, que diferentes tipos de combinações de títulos podem ser utilizados nos investimentos de *private equity* e *venture capital*, dependendo da característica do empreendimento.[14] Apenas para citar um exemplo, em companhias na fase de *start-up*, ou seja, inicial, os autores Cumming e Johan constataram o uso significativo de ações ordinárias para entrada dos investidores no negócio.

Sobre o tipo de ações adquiridas pelos investidores, em conclusão, dificilmente e raramente deixarão de conferir o direito a voto. Em muitos casos, ainda, optar-se-á pela criação de uma classe de ações preferenciais com direito a voto e preferência sobre os lucros, pois, desta forma, o investidor manterá certa influência nas decisões assembleares e terá prioridade nos lucros para promover o retorno do seu investimento.

14. Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, pp. 313 e ss.

Uma alternativa inteligente de assegurar o retorno mínimo do investimento é a criação de um fundo de resgate das ações adquiridas pelos investidores. Assim, as ações criadas e adquiridas pelos novos sócios serão resgatáveis ao final de determinado período com recursos provindos da criação de reserva estatutária para esta exclusiva finalidade, observando-se as exigências do art. 194 da Lei 6.404/1976 para sua criação. Trata-se de uma proteção do investidor contra o insucesso da companhia investida. Aliás, não se trata necessariamente de sucumbência do empreendimento, mas a incapacidade de promover o crescimento e obter o retorno esperado por outros mecanismos de desinvestimentos mais vantajosos.

6.3 Acordo de acionistas

O acordo de acionistas é certamente a principal exigência por parte dos investidores. A importância deste negócio é que nele se podem regular diversas situações específicas entre os sócios que não poderiam ser definidas no estatuto. O estatuto sofre diversas limitações pela lei, já, no acordo de acionistas, tem-se maior liberdade de autorregulação.

A Lei 6.404 de 1976 trata do acordo de acionistas no art. 118. Eis a redação integral de tal dispositivo:

"Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (*Redação dada pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 1º. As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.

"§ 2º. Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (arts. 116 e 117).

"§ 3º. Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas.

"§ 4º. As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão.

"§ 5º. No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembleia geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia.

"§ 6º. O acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutiva somente pode ser denunciado segundo suas estipulações. (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 7º. O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembleia geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei. (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 8º. O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 9º. O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada. (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 10. Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arqui-

vamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas. (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*)

"§ 11. A companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas" (*Incluído pela Lei 10.303, de 2001*).

O acordo de acionistas é negócio jurídico privado e parassocial. Somente pode ser oposto a terceiros quando arquivado na sede da sociedade, mas somente quando versar sobre os temas do art. 118. Nada impede que se regulem outras situações, mas sem tal eficácia perante terceiros, mas sim com efeitos para as partes signatárias. Trata-se de negócio jurídico privado, portanto, sob a vigência do princípio da liberdade de autorregulação e autovinculação das partes.

Será, portanto, por meio do acordo de acionistas que as principais exigências dos investidores serão contratadas com os demais sócios, durante o processo de investimento e crescimento da companhia investida.

6.3.1 *Cláusulas de "tag along" e "drag along"*

O acordo de acionistas firmado entre o investidor e os demais sócios da companhia investida costuma ter estas duas cláusulas, cujo nome também é importado do direito estrangeiro: o *tag along* e o *drag along*.

A cláusula de *tag along* é conhecida do direito brasileiro há muitos anos. Trata-se de disposição inclusive prevista em lei para as Sociedades Anônimas abertas, conforme art. 254-A da Lei 6.404/1976, pela qual o adquirente do controle deve se dispor a comprar as ações dos demais acionistas. No *tag along* legal, o valor oferecido por cada ação dos não controladores não pode ser inferior a oitenta por cento do valor pago por cada ação do bloco de controle. No *tag along* contratual, em regra, em que a companhia tem o capital fechado, podem os valores ser negociados e estabelecidos pelas próprias partes, não sendo necessariamente aquele previsto no artigo citado.

Por outro lado, tem-se também a cláusula de *drag along* que é a previsão contratual pela qual se permite a um dos acionistas a forçar que os outros vendam as suas participações, acompanhando a sua venda por proposta de terceiro. Os valores, também, podem ser definidos previamente, para dar maior segurança aos sócios. Originalmente essa cláusula era usada em favor dos controladores, mas, no caso de negócios de *private equity* e *venture capital*, serve para finalidade de possibilitar a venda quando o investidor (que pode ser minoritário) somente conseguir proposta pela aquisição integral da companhia. Esta cláusula pode revelar a política de desinvestimento dos investidores, conforme será analisado adiante.

6.3.2 *Cláusulas "call option" e "put option"*

As cláusulas de *put option* e *call option* também são opções que podem ser utilizadas pelos investidores de *private equity* e *venture capital*. As opções podem ser realizadas através de contratos, mas podem perfeitamente ser inseridas como cláusulas do acordo de acionistas. As cláusulas de *put option* é a opção de venda, ou seja, trata-se de um dever de uma das partes de adquirir a participação societária da outra se esta assim optar. No caso, o investidor pode prever o direito de vender a sua participação aos sócios originais da companhia investida em determinadas condições pré-ajustadas. De outro lado, a opção de compra, ou *call option*, consiste no direito da parte de adquirir a participação da outra, sendo dever desta outra, alienálo nas condições ajustadas.

A cláusula com opção de compra não tem muito sentido para os Fundos de *private equity* e *venture capital* que tem objetivos exclusivamente financeiros, ou seja, no final, para estes investidores, interessa mesmo o

retorno dos investimentos com lucro e não ter direito de aquisição das demais ações da companhia. Esta opção é mais útil para aqueles investidores estratégicos, que investem com a possibilidade de incorporar a companhia investida. Por exemplo, sociedades empresárias que atuam na área de alta tecnologia podem investir em pequenas companhias tecnologias para depois incorporá-las se elas desenvolverem novas tecnologias complementares às da investidora.

De outro lado, a opção de venda pode ser do interesse dos investidores com objetivos financeiros, para impor que os sócios originais readquiram a participação do investidor, principalmente nas situações em que não há mais a expectativa de melhores estratégias de saída. Ou seja, assegura uma forma de desinvestimento em caso de insucesso.

6.3.3 *Cláusula com direito de escolha ou substituição de administrador*

Os investidores de *private equity* e *venture capital* se caracterizam por participarem de alguma forma na estrutura administrativa da companhia investida. Conforme visto antes, tal incumbência é transferida para uma companhia profissionalizada como administradores dos investimentos. Assim, a intervenção do administrador do FIP ocorre, normalmente, através da nomeação de um conselheiro do conselho de administração.

Eventualmente, a participação efetiva na parte gerencial e operacional na companhia investida por parte do administrador do fundo pode ser através de um cargo na diretoria. A preferência dos investidores é sempre um cargo que domine a gestão financeira da companhia, desta forma, as decisões mais relevantes da sociedade empresária investida passarão pelas mãos do investidor que terá o poder de liberar ou não as verbas requisitadas.

A intervenção na administração da companhia investida será maior ou menor, e depende do desempenho e se as metas do *business plan* são atingidas. Apenas em casos extremos, o diretor presidente da companhia será substituído, mas essa intervenção é necessária como forma de mitigação dos riscos do investimento dessa natureza. Assim, o acordo de acionistas poderá conter uma cláusula prevendo que o Fundo de Investimento, através da companhia administradora, agora sócio da companhia investida, terá direito a eleger um membro do conselho de administração; ou direito de nomear o diretor financeiro; ou, ainda, determinar a substituição do diretor presidente da companhia (a denominação norte-americana é *Chief Executive Of□cer* – CEO) em caso de desempenho menor ao estabelecido no *business plan*. Na verdade, os casos de substituição também podem variar de acordo com o que for negociado entre o investidor de risco e os sócios originais da companhia investida.

6.3.4 *Cláusula com direito de veto*

Os administradores dos FIPs exigem a inclusão, no acordo de acionistas, direito de veto em algumas deliberações societárias. Tal poder de veto não será para impedir questões comuns e corriqueiras, mas principalmente para controlar a alienação de ativos relevantes da companhia investida. Também pode ser usado para evitar a diluição da participação acionária pelo lançamento de novas ações sem guardar proporção com a participação atual do investidor. O direito de veto serve também para impedir a troca do controle da companhia o que é indesejável para o investidor, ou para recusar ofertas pela totalidade das ações da companhia. Trata-se de um importante direito indireto de controlar a sociedade investida, utilizado pelos administradores dos FIPs para proteger a participação acionária e a continuidade do plano de negócios.

7. Mecanismos de desinvestimentos – Análise estratégica

Nos investimentos em *private equity* e *venture capital*, o momento mais esperado

pelos investidores é certamente a sua fase final, pelo retorno dos valores investidos com os lucros superiores às taxas obtidas em renda fixa ou outros investimentos de baixo risco. Depois do período de maturação, desenvolvimento e crescimento com a participação dos administradores do fundo na administração da companhia investida, chega-se ao momento do desinvestimento, chamado também de "saída" (*exit*). A saída é literalmente a retirada dos investidores da sociedade pela venda de sua participação numa das formas descritas a seguir.

Existem diferentes mecanismos de desinvestimento conhecidas, sendo umas mais bem sucedidas e outras nem tanto. As duas modalidades de saída mais efetivas, com proporção de maiores lucros aos investidores são as aquisições e a abertura de capital. As outras modalidades são usadas, na verdade, para evitar prejuízos. Vale sempre lembrar que se trata de investimento de risco, logo, poderão existir casos em que efetivamente o retorno do investimento não será o esperado apesar de se realizar todos os procedimentos para diminuir as chances de insucesso.

7.1 Venda da sociedade para outra sociedade empresária maior (fusões e aquisições)

O desinvestimento pela via de fusões e aquisições, principalmente esta última, tende a ser uma das mais rentáveis para os investidores capitalistas. Normalmente a aquisição da companhia investida por outra sociedade empresária de porte maior ocorre pela aquisição de todas as ações. Neste caso tanto o sócio investidor de *private equity* e *venture capital* como os sócios originais da investida saem da sociedade. Este pode ser um momento crítico para os antigos sócios, normalmente os criadores do empreendimento que possuem vínculo emocional com o negócio. Quando a companhia é adquirida por outra, existem grandes chances de alterações nos cargos de administração que eram ocupados pelos sócios anteriores; por isso, o afastamento destas pessoas, nesta modalidade de desinvestimento é total, tanto dos investidores como dos empreendedores.

A venda pode ser parcial, caso em que existe possibilidade de os sócios empreendedores permanecerem na companhia, mas em caso de desinvestimentos bem sucedido esta não é uma situação provável. Douglas Cumming e Sofia Johan utilizam nesta forma de saída a denominação *secundary sale*, que significa literalmente "venda secundária". Os estrangeiros usam a expressão "parcial" para outros casos. A aquisição parcial, segundo Cumming e Johan, consiste no caso do Fundo Investidor receber parte do pagamento com ações da companhia adquirente.

No direito brasileiro, as sociedades anônimas devem seguir o procedimento previsto na legislação para realizar a operação de aquisição, fusão ou incorporação. A incorporação pode ser uma opção quando a companhia adquirente quiser nela integrar a nova sociedade. Alguns aspectos do processo de fusões e aquisições (*mergers and acquisitions*, para os falantes da língua inglesa) já foram abordados na fase do investimento. A companhia investida passará por uma nova análise, com nova assinatura de termo de confidencialidade e *term sheet*, nova *due diligence* e nova avaliação. Após essas fases, se houver incorporação com permanência de algum(ns) sócio(s) da companhia investida ou fusão desta com a nova sociedade empresária adquirente deve ser realizado um protocolo com todos os detalhes da operação, nos termos do art. 224 da Lei 6.404/1976. Tal protocolo deve ser aprovado separadamente na Assembleia Geral de cada uma das companhias envolvidas na operação, devendo ser realizada a Justificação nos termos do art. 225 da mesma Lei. Após esta fase, se for fusão, realiza-se nova assembleia geral, desta vez conjunta para constituição da nova companhia, já que pelo processo de fusão as sociedades fundidas desaparecem para criar uma nova sociedade unificada (art. 228 da Lei das S/A).

Se a companhia for adquirida integralmente pela outra, podem ser usados dois caminhos, um deles é a incorporação de ações, ou seja, comprar todas as ações da outra sociedade, transformando-a em subsidiária integral, conforme os arts. 251, § 2º, e 252. Ou pode-se incorporar a sociedade adquirida emitindo-se ações da sociedade adquirente em nome de seus próprios acionistas.

Outro aspecto importante sobre a saída pela via de aquisições está em que desde o momento da assinatura de acordo de acionistas entre o investidor de *private equity* e *venture capital* com os demais sócios, pode-se perceber a política de desinvestimento por esta via se constar a cláusula de *drag along*. Vale dizer, a faculdade de exigir que o outro sócio venda a participação quando tiver proposta por toda a companhia indica a possibilidade de desinvestimento preferencialmente pela via da aquisição.

Normalmente, nos investimentos em fases mais iniciais, ou seja, no caso de *venture capital*, existe forte tendência de a estratégia de saída ser pela venda do empreendimento a outra companhia maior do setor, ou seja, um investidor estratégico. Por vezes, no mercado internacional de investimentos de risco, a via das aquisições demonstrou ser uma forma de desinvestimento mais rentável do que a própria abertura do capital que será analisada adiante. Isso também acontece com as companhias que criam seu próprio fundo de investimentos para descobrir novas tecnologias, que, se derem resultado, acabam também sendo incorporadas pela sociedade financiadora.

Não que os investimentos em *private equity* não sejam desinvestidos também em boa quantidade pela via de aquisições, embora possa ser preferível a abertura de capital. Até porque a aquisição tem várias motivações estratégicas tais como economias de escala e de escopo, concentração do poder de mercado, vencer ou erigir barreiras de entrada, reduzir a competição, substituição de pesquisa e desenvolvimento e diversificação,[15] sendo muito destes aspectos controlados pelo Estado através do CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica, para que não se prejudique o direito de livre concorrência e, em última análise, a ordem econômica. Assim, também não é raro que companhias de maior porte, investidas em fases mais avançadas, sejam alvo de interesse de outras sociedades empresárias.

7.2 Abertura de capital mediante oferta inicial (IPO – "Initial Public Offering")

A abertura de capital é o estágio mais avançado de maturidade de uma sociedade empresária. O custo do procedimento de abertura, porém, é bastante elevado e a companhia tem de estar num nível de confiança no mercado muito alto para atrair os investidores da Bolsa de Valores e ser bem sucedida na distribuição pública das ações.

A abertura do capital, além de uma forma de captação de mais recursos para sociedade empresária, conforme analisado anteriormente, é um excelente mecanismo de desinvestimento para os FIPs. Trata-se da estratégia de saída almejada por todos os investidores, principalmente em se tratando de *private equity*, já que, nos investimentos em *venture capital*, a duração do investimento teria de ser muito elevado, sendo preferível desinvestir pela via das aquisições. Ao se investir em uma companhia em fase próxima ao IPO, o investidor deve ter total consciência da situação do mercado acionário, principalmente quanto a sua liquidez atual, perspectiva futura, quantidade de companhias no mesmo setor, etc. Vale dizer, na fase de análise do plano apresentado pela companhia, ou seja, anterior ao investimento, o investidor precisa

15. João William Grava, artigo "Fusões e aquisições: motivadores econômicos e estratégicos", publicado em *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*, São Paulo, IOB, 2002, pp. 5 a 42.

conhecer todas as situações que podem definir o sucesso ou insucesso da abertura de capital da sociedade. Certamente um determinado setor empresarial que tem muitas companhias abertas disponíveis no mercado é um desestímulo ao investimento em sociedade dessa mesma indústria, pois já há várias opções no mercado acionário, sendo muito difícil criar a confiança dos investidores da bolsa de valores em uma nova companhia.

A abertura de capital não provoca necessariamente a saída dos sócios originais da sociedade nem das funções de administrador, porém, são necessárias mudanças significativas, principalmente no nível de profissionalização da administração, que deve ser muito elevado, e na relação com os investidores e acionistas minoritários. A companhia aberta deve ser o mais transparente possível, publicando para conhecimento dos acionistas a situação patrimonial através das peças contábeis.

7.3 Recompra da participação dos investidores pelos sócios originais

No idioma internacional dos negócios, o inglês, chama-se de *buyback*. Trata-se da forma de saída do investidor pela venda de sua participação acionária na companhia investida aos acionistas originais, os empreendedores. Aqui, tem lugar aquelas cláusulas do acordo de acionistas em que se estabelecem as opções de compra ou de venda. No caso, o investidor pode usar a sua opção de venda e os demais sócios são obrigados pelo acordo a adquirir as ações.

Esta forma de desinvestimento não é a desejada pelos FIPs, pois não traz o retorno extraordinário que se busca com esta forma de investimento. Importante ter em mente que se trata de um investimento de risco, por isso, tal situação também não é impossível ou completamente improvável. Nesta situação a companhia não atinge o nível de desenvolvimento desejado e não desperta nem o interesse de investidores estratégicos nem tem o patamar necessário para a abertura do capital.

O uso de ações resgatáveis e a criação de uma reserva estatutária, conforme explicado anteriormente, são formas de evitar prejuízos com investimentos que não atingem a maturidade desejada para trazer retornos financeiros elevados. Assim, com o uso das reservas, as ações são resgatadas e os sócios antigos também são dispensados de recomprar a participação dos investidores, sendo tal solução bastante inteligente para os dois lados, diante da probabilidade dos sócios originais não terem o capital necessário para o *buyout*.

7.4 Liquidação

A liquidação é a última possível modalidade de desinvestimento. A saída do investidor pela liquidação, certamente, não é desejada por ele, nem mesmo para os sócios empreendedores. Trata-se da situação catastrófica e, aqui, sim, os prejuízos são inevitáveis. Nenhum investidor de risco aporta capital numa sociedade empresária na expectativa de desinvestir através da liquidação da companhia.

A liquidação somente terá lugar em caso de insucesso do empreendimento, o não atingimento das metas estabelecidas no plano de negócios. O administrador do fundo deve ter a sensibilidade de promover a liquidação da sociedade antes de atingir o estado falimentar. Certamente trata-se de uma providência de contenção de danos, pois mais vale liquidar a companhia enquanto há tempo do que entrar em crise irrecuperável.

A liquidação é fase posterior à dissolução da sociedade e prévia à extinção definitiva da sociedade empresária; primeiro, deve-se pagar os credores para, depois, distribuir as sobras aos sócios. Este é o risco que todo o investidor de *private equity* e, principalmente, de *venture capital* está sujeito. O processo de extinção da sociedade por ações é previsto na

Lei 6.404/1976 nos arts. 206 e ss., tendo correspondentes no Código Civil para os demais tipos societários nos arts. 1.033 ao 1.038.

8. Aspectos tributários

As sociedades empresárias que recebem investimentos de investidores de risco tem seu capital aumentado, recebendo recursos financeiros para ampliar suas atividades. Assim, conforme já assinalado, devem aumentar o capital social da companhia, devendo ser as novas ações emitidas integralizadas pelos investidores de *private equity* e *venture capital*. Trata-se do conceito financeiro de financiamento por capital próprio, conforme já analisado. A remuneração do capital próprio se dá, em regra, pelos dividendos. A distribuição de dividendos não pode contabilizado como despesa para diminuir a base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica. Trata-se de desvantagem em relação aos recursos de terceiros, que serão lançados como despesas financeiras, pois a remuneração do capital de terceiros ocorre pelo pagamento dos juros.

Uma forma de diminuir a base de cálculo do imposto de renda da Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido é remunerar os investidores com juros sobre capital próprio. Trata-se de mecanismo previsto na Lei Federal 9.249/1995, que autoriza o abatimento dos juros sobre capital próprio no cálculo de apuração do lucro real no art. 9º, *infra*: "Art. 9º. 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".

Isso aumentará a rentabilidade da sociedade, mas de outro lado, transfere o imposto de renda para os sócios que tem seu capital remunerado desta forma. Conforme prevê o § 2º desse artigo, o imposto de renda sobre o rendimento recebido pelo sócio a título de juro sobre capital próprio será retido na fonte, incidindo a alíquota de 15%. Eis o texto legal: "§ 2º. Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário".

Essa pode ser vista como desvantagem para os sócios, pois eles não deveriam o imposto de renda se os rendimentos fossem recebidos a título de dividendos, conforme prevê o art. 10 da Lei 9.249/1995, *infra*: "Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior".

É importante lembrar que a Receita Federal estabelece alguns limites para a dedução dos juros sobre o capital próprio, na Instrução Normativa SRF 93/1997 nos artigos citados abaixo:

"Art. 29. O montante dos juros remuneratórios do capital passível de dedução para efeitos de determinação do lucro real e da base de cálculo da contribuição social limita-se ao maior dos seguintes valores:

"I – 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros; ou

"II – 50% (cinquenta por cento) do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros.

"Parágrafo único. Para os efeitos do inciso I, o lucro líquido do exercício será aquele após a dedução da contribuição social sobre o lucro líquido e antes da dedução da provisão para o imposto de renda.

"Art. 30. Somente serão dedutíveis na determinação do lucro real e na base de cálculo da contribuição social os juros sobre o capital próprio pagos ou creditados aos sócios

ou acionistas da pessoa jurídica, descabendo a dedutibilidade nos casos em que sejam incorporados ao capital social ou mantidos em conta de reserva destinada a aumento de capital."

Do ponto de vista do investidor de *private equity* e *venture capital*, existem normas específicas de tributação sobre a renda auferida por ganhos líquidos em liquidações de fundos de investimentos de participação. 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 quota e o valor pelo qual ela foi adquirida (Lei 11.312/2006, art. 2º). Os fundos constituídos regularmente e na forma reconhecida pela legislação do Imposto de Renda não tem obrigação de pagar Imposto sobre Operações Financeiras – IOF (Portaria MF 264, de 30 de junho de 1999, art. 1º, § 2º, IV).

Existe ainda um estímulo para os investidores estrangeiros, pois a alíquota do imposto de renda é reduzida a zero quando os recursos forem destinados para aquisição de quotas de Fundos de Investimentos em Participação, exceto quando a pessoa física ou jurídica for residente ou domiciliada em país que tribute a renda com alíquota máxima inferior a 20% (Lei 11.312/2006, art. 3º). O investidor do exterior também não pode ter mais de 40% das cotas do FIP para se enquadrar na isenção (Lei 11.312/2006 art. 3º, § 1º, I). Na verdade, não se trata de um estímulo, mas uma forma de evitar uma dupla tributação da renda desses investidores com residência fora do Brasil. Existe, porém, sim, um claro desestímulo para pessoas residentes nos chamados paraísos fiscais.

Para que o Fundo de Investimento em Participações seja tributado de acordo com essas normas, ele deve observar outras regras ainda. Trata-se do disposto no art. 2º, §§ 3º e 4º, da Lei 11.312, *infra*:

"Art. 2º. (...).

"(...).

"§ 3º. 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."

Se o Fundo de Investimento em Participações descumprir estes preceitos, será tributado com incidência das seguintes alíquotas (de acordo com o art. 2º, § 5º, da Lei supracitada c/c os incisos I a IV do *caput* do art. 1º da Lei 11.033/2004): 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias; 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias; 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; e 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

9. Conclusão

Este conjunto de negócios e procedimentos que são conhecidos como *private equity* e *venture capital* são, portanto, verdadeiras ferramentas para o desenvolvimento empresarial que ganha corpo na realidade brasileira. Diante do momento de crise econômica vivida nos últimos anos na Europa e nos Estados Unidos, os países em desenvolvimentos, como é o caso do Brasil chamam a atenção dos investidores nacionais e internacionais. As sociedades empresárias

e os empresários brasileiros podem valer-se desse momento e desses modernos mecanismos de captação de recursos para acelerar o crescimento sem aumentar o seu endividamento, pois o novo investidor ingressa como sócio, recebendo o seu prêmio ao final, com o sucesso do empreendimento.

Bibliografia

ABRAHAM, Marcus (org.). *Manual de Auditoria Jurídica – "Legal Due Diligence": uma Visão Multidisciplinar no Direito Empresarial Brasileiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2008.

ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. São Paulo, Saraiva, 1999.

AMARO, Luciano. *Direito Tributário Brasileiro*. São Paulo, Saraiva, 2001.

ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. 1ª ed. Rio de Janeiro, Edições Financeiras S/A, 1963.

ASHTON, Peter. *A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimento*. Porto Alegre, Biblioteca da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Tese de Concurso, 1968.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimento ("Investment Trusts")*. Max Limonad. São Paulo (Brasil). 1956.

BORBA, José Edvaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro, Renovar, 2010.

BULGARELLI, Waldirio. *Estudos e Pareceres de Direito Empresarial: o Direito das Empresas*. São Paulo, Ed. RT, 1980.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modi□cações das Leis ns. 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 1º vol. São Paulo, Saraiva, 2002.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 5ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2004.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. vol. 2: *Direito da Empresa*. São Paulo, 2007.

_____. *Curso de Direito Civil*. vol. 3. São Paulo, Saraiva, 2007.

CUMMING, Douglas J., e JOHAN, Sofia A. *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*. San Diego, Academic Press/Elsevier, 2009.

DA SILVA, Américo Luís Martins. *O Dano Moral e a sua Reparação Civil*. São Paulo, Ed. RT, 2005.

DAVID, Tiago Bitencourt de. *Doutrina e Prática do Direito Ambiental*. Sapucaia do Sul, Notadez/Datadez, 2011.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro*. 3ª vol.: *Teoria das Obrigações Contratuais e Extracontratuais*. São Paulo, Saraiva, 2007.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. vol. IV: *Responsabilidade Civil*. São Paulo, Saraiva, 2007.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.

MENDONÇA, José Xavier Carlho de. *Tratado de Direito Comercial*. vol. I. Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1957.

MÜLLER, Sérgio José Dulac. *Direitos Essenciais dos Acionistas – Interpretação Sistemática da Proteção aos Minoritários*. Porto Alegre, Livraria do Advogado, 2003.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direto Comercial*. 1º vol. São Paulo, Saraiva, 2005.

_____. *Curso de Direto Comercial*. 2º vol. São Paulo, Saraiva, 2005.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Manual de "Private Equity" e "Venture Capital": Passos para a Atração de Investidores e Alocação de Recursos*. São Paulo, Atlas, 2010.

SÁ, Antônio Lopes de. *Fundo de Comércio Avaliação de Capital Ativo e Ativo Intangível*. Curitiba, Juruá, 2009.

SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo, IOB, 2002.

SCHIMITT JUNIOR, Dalton. *Financiamento de Pequenas e Médias Empresas: Aspectos do Processo de Decisão Empresarial e o instrumento de capital de Risco*. Dissertação de Mestrado, UFGRS, 2002.

SOUZA, Sérgio Henrique Miranda de. *Capital Empreendedor: "Venture Capital" e "Private Equity" – Capital de Risco*. Curitiba, Juruá, 2008.

STEIGLEDER, Annelise Monteiro. *Responsabilidade Civil Ambiental – As Dimensões do Dano Ambiental no Direito Brasileiro*. Porto Alegre, Livraria do Advogado, 2004, cap. 4.