

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fundos de *Venture Capital*: Uma comparação entre a prática internacional e nacional sobre os instrumentos utilizados no tratamento da relação entre gestores e investidores.

Eduardo Sette Camara e Silva
Nº de matrícula: 0312069

Orientador: Marcio Janot

Junho de 2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fundos de *Venture Capital*: Uma comparação entre a prática internacional e nacional sobre os instrumentos utilizados no tratamento da relação entre gestores e investidores.

Eduardo Sette Camara e Silva

Nº de matrícula: 0312069

Orientador: Marcio Janot

Junho de 2009

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus pais que sempre me deram todo o apoio de que precisei, nunca desistindo de mim. Agradeço também a todos que contribuíram das mais variadas formas para a realização deste trabalho. Especialmente à Patrícia Freitas e Janaina Prevot cujas contribuições foram cruciais tanto para meu aprendizado sobre este assunto, quanto para meu desenvolvimento profissional, e que, além de disponibilizarem as informações para a execução deste, disponibilizaram seu tempo e paciência em meu auxílio. Ao meu orientador, Marcio Janot, por ter me dado a oportunidade de escrever sobre este assunto e à minha namorada que me deu todo o apoio e compreensão necessária para a realização harmoniosa deste (ou tão harmoniosa quanto algo deste tipo pode ser).

<u>SUMÁRIO</u>	<u>página</u>
1. INTRODUÇÃO	6
1.1. Metodologia	7
2. A INDÚSTRIA DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	10
2.1. Visão geral da atividade	10
2.2. Oferta e demanda por investimentos de <i>VC</i>	16
2.3. Histórico da indústria nos EUA e no Brasil	20
3. ESTRUTURA LEGAL E INSTÂNCIAS DE GOVERNANÇA	29
3.1. <i>Limited Partnerships</i> e <i>Corporate Venture Capital</i>	29
3.2. FIPs e FMIEEs – ICVM 391 e ICVM 209	31
3.3. O Gestor e o Administrador	33
3.4. Instâncias de Governança das LPs e dos FIPs e FMIEEs	35
4. A TESE DE INVESTIMENTO DE UM FUNDO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	38
4.1. A equipe do fundo	39
4.2. O foco de atuação e o processo de <i>screening</i> , seleção e análise	39
4.3. A estratégia de investimento	47
5. REMUNERAÇÃO DO GESTOR E OUTROS CUSTOS	56
5.1. Taxa de administração e outros custos	56
5.2. Taxa de performance	62
6. CLÁUSULAS SOBRE FORMAÇÃO, OPERAÇÃO E GOVERNANÇA DOS FUNDOS	67
6.1. Determinantes da Utilização de Cláusulas	67
6.2. Cláusulas sobre Formação e Operação de um Fundo	68
6.3. Cláusulas sobre Governança de um Fundo	84
7. CONCLUSÃO	89
8. BIBLIOGRAFIA	92

Índice de Gráficos	Página
Gráfico 2.1: Curva de Crescimento de uma empresa e Estágios de Financiamento.....	12
Gráfico 2.2: Oferta e Demanda por investimentos de <i>Venture Capital</i>	16
Gráfico 4.1: A Curva-J do <i>Private Equity</i>	38
Gráfico 4.2.1: Investimentos por Região nos EUA em Q1 2009	40
Gráfico 4.2.2: Investimentos por Setor nos EUA em Q1 2009	42
Gráfico 4.2.3: Investimentos por Estágio de Desenvolvimento nos EUA em Q1 2009 ..	43
Gráfico 5.1.1: Qual a taxa de administração inicial?	57
Gráfico 5.1.2: A taxa de administração inicial incide sobre o capital comprometido? ..	58
Gráfico 5.1.3: Sobre quem incorrem os custos de <i>broken deals</i> ?	62
Gráfico 5.2.1: Qual o percentual da taxa de performance?	63
Gráfico 6.2.1: O fundo pode ser reaberto para captação?	70
Gráfico 6.2.2: Qual o investimento do gestor no fundo (percentualmente)?	71
Gráfico 6.2.3: Qual a duração do fundo sem prorrogação (em anos)?	73
Gráfico 6.2.4: A duração do fundo é prorrogável?	74
Gráfico 6.2.5: Qual a duração do período de investimento (em anos)?	75
Gráfico 6.2.6: É permitido reinvestir?.....	76
Gráfico 6.2.7: A quem podem ser oferecidas as quotas dos investidores inadimplentes?	78
Gráfico 6.2.8: O gestor pode co-investir?	81
Gráfico 6.2.9: Sem sim, em quais investimentos?	81
Gráfico 6.2.10: Os investidores podem co-investir?	82
Gráfico 6.2.11: Se sim, existe restrição sobre o tamanho do co-investimento?	83
Gráfico 6.3.1: Pode haver divórcio motivado?	84
Gráfico 6.3.2: Se sim, qual a regra de votação?	85
Gráfico 6.3.3: Pode haver divórcio desmotivado?	85
Gráfico 6.3.4: Se sim, qual a regra de votação?	86
Gráfico 6.3.5: Caso haja alteração no Pessoal-Chave, que medidas podem ser tomadas?	87

1. Introdução

O investimento em um fundo de *venture capital* (*VC*) pode ser visto como a contratação de um serviço específico com forma pré-determinada e resultado incerto, porém esperado, onde o investidor contrata os serviços de um gestor para a execução de investimentos. A forma pré-determinada é caracterizada pela proposta de investimento apresentada pelo gestor ao potencial investidor. Nela constam detalhadamente todas as características do fundo. Tais características concernem a estrutura legal e governança do fundo, sua tese de investimento e equipe e as taxas do fundo e remuneração do gestor.

O foco deste trabalho é apresentar algumas das principais características da atividade de investimentos em *VC* através de fundos e analisar alguns aspectos desta atividade no Brasil. Através de um estudo comparado das práticas quanto à remuneração dos gestores e outras taxas e custos dos fundos, e entre cláusulas constantes nos regulamentos de fundos de *VC*, no Brasil e no mundo, relativas à sua formação, operação e governança, acreditamos que seja possível delinear uma imagem do nível de desenvolvimento desta atividade no Brasil. Isto porque a atividade de *VC* é repleta de problemas de agência, que merecem tratamentos específicos, e os instrumentos utilizados para mitigar estes problemas podem servir como termômetro para o grau de refinamento da atividade. Para realizar tal comparação, devemos inicialmente explicar algumas questões sobre a estrutura legal e a tese de investimento dos fundos para, então, estabelecermos como parâmetro as principais práticas, e suas motivações, que têm sido utilizadas internacionalmente.

Assim, apresentaremos, no segundo capítulo deste trabalho, uma visão geral da atividade de investimentos em *VC*, discutindo, posteriormente, os determinantes da oferta e demanda por estes investimentos e relatando um pouco de sua história nos Estados Unidos e no Brasil. O terceiro capítulo tratará das principais estruturas usadas, no Brasil e nos EUA, para a realização deste tipo de investimento, apresentando as características e instâncias de governança das *limited partnerships*, dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes e dos fundos de investimento em participações. No quarto capítulo apresentaremos algumas das principais características das teses de investimento dos fundos de *VC*, tratando, principalmente, da seleção dos focos de investimento e da estruturação de suas estratégias de investimento. Já no quinto

capítulo serão apresentados os principais modelos utilizados para determinar a remuneração do gestor e as implicações pontuais de variações nestes quanto ao aumento, ou redução, do alinhamento dos gestores com o retorno do fundo, e será feita uma comparação, entre a prática nacional e a internacional, de alguns aspectos. Por fim, no sexto capítulo, apresentaremos algumas das principais cláusulas utilizadas referentes à formação, operação e governança dos fundos de *VC*, ao mesmo tempo em que apresentamos o racional por trás da utilização das mesmas e comparamos a prática nacional e internacional quanto a estas.

Nos capítulos 2, 3 e 4, esperamos dar suporte teórico para que possam ser entendidas as implicações e comparações apresentadas nos dois capítulos seguintes, culminando na última parte deste trabalho onde esperamos apresentar, de forma plausível, as conclusões que indicam o menor refinamento das práticas nacionais em relação às internacionais.

1.1. Metodologia

A base de dados a ser utilizada como parâmetro (inclusive as cláusulas, suas definições e implicações) foi retirada do relatório “*Private Equity Partnership Terms and Conditions-2007*”, que é o quinto relatório produzido pela *Dow Jones* sobre a atividade de *private equity* no mundo. Sua amostra é composta por 45 fundos de *VC* americanos e 11 fundos de *VC* europeus, todos estruturados como *limited partnerships* (*LPs*). As informações foram fornecidas pelos próprios gestores dos fundos e, apesar de não ser explícito o tamanho do universo de fundos, consideraremos a amostra como significativamente representativa, uma vez que tal relatório é tido como notória referência para atividade dentro da indústria.

Sobre a atividade no Brasil, a base de dados a ser utilizada é dos fundos de *VC* estruturados como Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs), que são regulados pela ICVM-209. Os fundos sob a ICVM-391, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), também são utilizados para outros fins que não o de investimentos em *private equity*. Então, dado que em junho de 2009 existiam 178 FIPs em operação e que não há base de dados confiável, é muito difícil fazer a distinção entre quais FIPs são verdadeiramente fundos de *private equity* e, dentre os que são de *private equity*, quais são de *VC*. Já em relação aos FMIEEs, a distinção entre quais fundos são voltados à atividade de *VC* é mais viável, seja por notoriedade dos

fundos ou pelo fato da redação da ICVM-209 ser mais restritiva e claramente voltada para tais fundos. O universo atual dos FMIEEs é composto por 28 fundos, sendo que um deles está em fase de liquidação ordinária¹, dois são notórios fundos de capital semente² e três são fundos exclusivos³ (fundos que possuem um investidor com mais de 50% de suas quotas), sendo que um deles está no grupo dos de capital semente. Desse modo, acreditamos que seja indicado considerarmos o universo composto por 23 fundos comparáveis, e não 28, pois o fundo em liquidação ordinária não pode ser considerado como em atividade, os dois fundos de capital semente fogem ao escopo deste trabalho e os três fundos exclusivos apresentam alta probabilidade de viés na seleção e utilização das cláusulas de seus regulamentos (o fato de um investidor possuir pelo menos 50% do patrimônio de um fundo muito provavelmente faz com que não haja negociação de cláusulas. Ou seja, as cláusulas utilizadas não são representativas da indústria como um todo, mas sim deste investidor). A nossa amostra é composta por 7 FMIEEs cujas informações foram cedidas por um investidor institucional, que é quotista destes 7 fundos e considerado um dos principais investidores da atividade no Brasil. As informações foram cedidas em confidencialidade, apesar de algumas delas serem públicas, para serem utilizadas de forma agregada a fim de não expor nenhum dos fundos da amostra.

A utilização de apenas 7 dos 23 fundos se dá pela necessidade de calibragem entre as bases de dados por haver restrição temporal na amostra internacional. Por isso, é necessária uma breve explicação sobre certos aspectos das *limited partnerships*. As LPs são estruturadas de tal maneira que permitem haver faixas de captação (*closings*). Ou seja, a primeira faixa de captação, conhecida como *first closing*, é a faixa mínima para que o fundo comece a operar, enquanto a última faixa de captação, chamada de *final closing*, representa a última leva de investimentos que o fundo está disposto a aceitar antes de fechar a captação. O volume total do fundo é a soma de quanto foi captado em cada *closing*. Embora também seja prevista pela ICVM-209, a prática de faixas de captação no Brasil, em geral, se resume a apenas uma que determina o volume mínimo e máximo de captação. Para que um fundo da ICVM-209 possa emitir boletim de subscrição de quotas, que é representativo do efetivo compromisso de investimento, ele precisa estar constituído junto a CVM. No entanto, o prazo para subscrição total das

¹ Fundo SC FMIEE.

² Fundos Novarum e Criatec.

³ Fundos Brasil 21 FMIEE, Fire FMIEE e Criatec.

quotas, representativas do tamanho mínimo inicial do fundo, é de 360 dias, contados a partir da data de constituição do fundo (caso a distribuição de quotas seja destinada a colocação privada). Uma vez que, em geral, o processo de colocação privada das quotas é demorado, podendo ultrapassar o limite de 360 dias, é razoável considerar que o início da captação de recursos pelos FMIEEs seja realizado através de compromissos de subscrição de quotas, traduzidos por contratos de investimento, que começam a ocorrer antes da data de constituição do fundo estabelecida pela CVM. Então, podemos supor, com razoável segurança, que o período de captação dos FMIEEs (equivalente ao *first closing* das LPs) é iniciado, em média, um ano antes de sua data de constituição junto a CVM. Em qualquer uma das estruturas, o regulamento dos fundos é negociado durante a fase de captação do fundo e suas características e cláusulas sofrem influência direta das condições de mercado na época em que são negociadas. Isto faz com que seja necessária, para que haja uma comparação coerente, a calibragem das amostras em relação ao momento em que os regulamentos são negociados.

Com esta explicação, podemos agora apresentar a diferença temporal existente. A base de dados a internacional é composta por informações de fundos que estavam em fase de captação, e já haviam captado recursos (que já tiveram seu *first closing*), entre 2004 e 2006, inclusive. Os 23 fundos comparáveis do universo da ICVM-209, que possuem data de constituição entre 1999 e 2008, tiveram seu período de captação (de acordo com a suposição feita anteriormente) entre 1998 e 2008. Se considerarmos apenas os fundos que possuem data de constituição entre 2004 e 2007, ou seja, que provavelmente estiveram em fase de captação no mesmo período da base internacional, a nossa população é limitada a 8 fundos, e nossa a 7 fundos. No caso da população de 23 fundos, nossa amostra representa aproximadamente 30,4% dos fundos comparáveis da ICVM-209. No caso da população de 8 fundos, nossa amostra representa 87,5% desta. Assim, acreditamos que ambas as amostras são significativas dentro de suas respectivas populações, e consideramos válida a utilização de ambas para efeito de comparação.

2. A indústria de *venture capital*

2.1. Visão geral da atividade

O termo *private equity* é utilizado para se referir a um veículo de investimento em participação acionária direta, ou outros valores mobiliários conversíveis em participação acionária, ilíquido, de longo-prazo e alto risco que busca altos retornos através da ativa participação dos investidores na gestão e atividade da empresa investida. Existem algumas formas sob a qual este tipo de investimento pode ocorrer: (i) Fundos de Investimento⁴; (ii) *Corporate Private Equity* – investimentos estratégicos feitos por uma empresa maior em outra de menor porte; (iii) Investimentos Diretos - neste caso podem ser investimentos de algum investidor-anjo (indivíduo com alto poder aquisitivo), *bootstrapping* (investimentos do próprio empreendedor, de sua família e amigos), investimentos de alguma organização financeira, ou investidor institucional.

Num sentido acadêmico mais estrito, investimentos em *private equity* são classificados como uma classe de ativos alternativos de renda variável que englobam investimentos dos tipos *buyout*, *venture capital (VC)*, capital semente (ou *seed capital*) e *Private Investment in Public Equities (PIPEs)*. Na prática cada país apresenta uma utilização diferente das terminologias.⁵

Investimentos do tipo *buyout* são caracterizados por serem operações de grande porte que buscam obter o controle acionário de uma empresa que já alcançou maturidade em seu mercado. Os exemplos mais comuns deste tipo de operação são os *leveraged buyouts*, onde a operação é realizada através de alavancagem via crédito sendo que, geralmente, o volume de crédito representa a maior parte da operação e os ativos da empresa adquirida são usados como colateral para o empréstimo, e os *management buyouts*, que são operações onde uma firma de *private equity* financia a aquisição do controle de uma companhia pelos gerentes da mesma em troca de participação na empresa.

⁴ Atualmente, no Brasil, esses fundos são regulados pelas Instruções CVM (Comissão de Valores Mobiliários, www.cvm.gov.br) nº 391 de Fundos de Investimentos em Participações e nº 209 de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.

⁵ Por exemplo, no Brasil, o termo *private equity* é utilizado para denominar o que é conhecido como *buyout* nos Estados Unidos. Sendo assim, quando estiver me referindo à atividade como um todo utilizarei a expressão *private equity*, do contrário utilizarei a terminologia devida.

Os investimentos de *VC* são caracterizados por atuarem em empresas emergentes que apresentam alto potencial de crescimento. Algumas das principais subdivisões deste tipo de investimento são o *late-stage VC*, *growth capital* e *early-stage VC*. *Late-stage VC* são investimentos em empresas rentáveis, com mercado estabelecido, e que, *e.g.*, estão entrando na fase de preparação para abertura de capital. O *growth capital* é destinado a empresas que se encontram no meio de sua curva de crescimento, *i.e.*, já atingiram o ponto onde suas receitas são iguais a seus custos (*break-even point*), mas ainda não se estabeleceram plenamente em seu mercado e se encontram numa fase de expansão acelerada. A partir desta fase de maturação das empresas é comum perceber investimentos com estruturas mezanino, que são investimentos onde parte do aporte é feito através de “dívida subordinada, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição”.⁶ *Early-stage VC* é voltado para empresas que estão perto de atingir o *break even*, já tem seu produto testado no mercado e precisam de financiamento para iniciar sua fase de expansão.

Investimentos do tipo capital semente são geralmente subdivididos em *late-stage seed capital* e *early-stage seed capital* sendo, assim, o primeiro caracterizado por investimentos feitos em empresas cujos produtos já estão desenvolvidos e prontos para serem testados no mercado, e o segundo voltado para empresas cujos produtos ainda se encontram em fase de desenvolvimento, ou em planejamento, e necessitam financiamento para dar continuidade a este processo. Nesta fase é muito comum a atuação de indivíduos com alta renda e alto poder aquisitivo, conhecidos como investidores-anjos (ou *angels*), que possuem experiência em empreendedorismo, e/ou no setor de atuação da empresa a ser investida, e visam agregar seus conhecimentos à empresa.

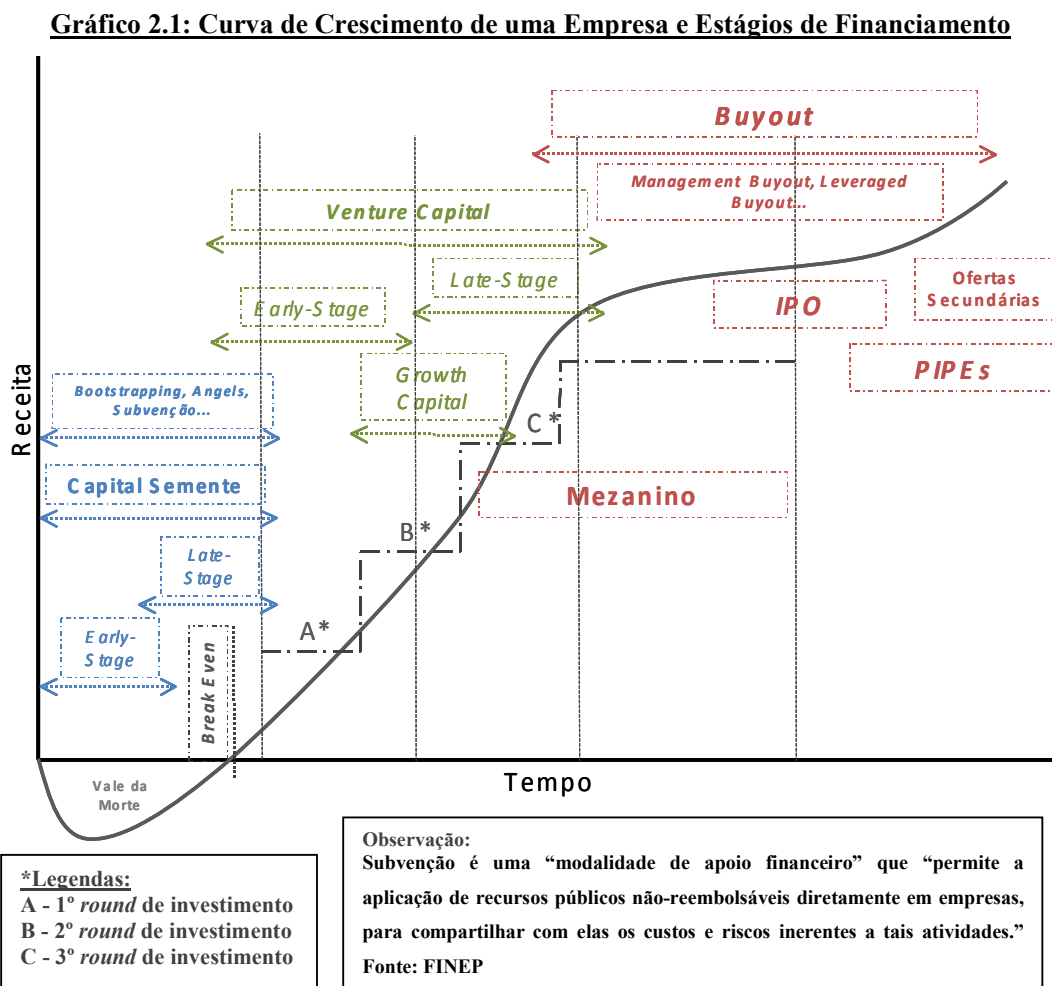
Os *PIPEs* são investimentos privados, ou de fundos mútuos, destinados à aquisição do bloco de controle de empresas de capital aberto, que possuem baixa liquidez de mercado, nas quais os novos investidores possam ter participação ativa na gestão estratégica. Usualmente, essas operações são feitas através da aquisição de ações ordinárias a um preço abaixo do preço de mercado.

Normalmente, investimentos de *private equity* são realizados por indivíduos, ou instituições, que possuem experiência no setor da empresa a ser investida, sendo que estas empresas devem possuir uma combinação de características como tecnologias

⁶ Censo FGV (2008).

inovadoras e/ou de destruição criativa, um alto potencial de crescimento ou possibilidade de considerável valorização através de reestruturação corporativa.⁷ A estruturação do investimento depende do veículo que será usado para se fazer o aporte, mas em qualquer dos casos o investimento acarreta na efetiva participação do investidor em todos os direitos e deveres financeiros, econômicos e legais atrelados à empresa⁸.

Essa segmentação dos tipos de investimentos em *private equities* pode ser representada pelo gráfico abaixo, que apresenta a curva de crescimento de uma empresa, medido pelo tamanho de sua receita, ao longo do tempo e os estágios de financiamento da empresa ao longo de sua curva.



⁷ Tecnologia de destruição criativa é um conceito schumpeteriano onde a introdução de novas técnicas em produtos e/ou processos pode causar uma redistribuição de recursos entre setores e empresas, inclusive de mão-de-obra. Como referência, ver o Manual de Oslo que se encontra disponível no site da FINEP.

⁸ Com a exceção de investimentos que não incorrem em aquisição de participação, mas, somente, de valores mobiliários conversíveis.

O ciclo de investimentos de *VC* apresenta, em todas as suas fases, altos graus de incerteza, fazendo com que seu risco seja muito elevado. Por outro lado, caso haja sucesso, os retornos esperados são, em geral, bem acima da média de outros ativos disponíveis no mercado. Deste modo, a estrutura mais comum para este tipo de atividade é a formação de fundos de investimento onde há a possibilidade de diversificação do risco ao se investir em várias empresas, ao invés de em só uma.

Segundo Gompers e Lerner (2004), o ciclo de vida de um fundo de *VC* pode ser dividido por etapas. A primeira etapa é a de *fundraising* que consiste na apresentação da estrutura do fundo aos potenciais investidores. Nessa estrutura estão estabelecidas as características próprias do fundo como foco regional, foco setorial, tamanho do fundo, estrutura das taxas de administração e performance, estrutura legal, regras de governança, duração do fundo, com a divisão entre período de investimento e período de desinvestimento, e etc. Durante o processo de *fundraising*, o gestor do fundo negocia com os potenciais investidores quase como um investidor faz com uma empresa que está para ser investida. Caso as características do fundo sejam o que o investidor está buscando, dá-se início às negociações do regulamento do fundo onde serão normatizadas as características apresentadas como estrutura do fundo e estabelecidos outros aspectos, como as obrigações do gestor, por exemplo.

Uma vez que o fundo está constituído e recebe autorização do órgão regulador para entrar em operação, dá-se início à fase de investimento, começando pela etapa de “*screening*, seleção e análise” das propostas de investimento.⁹ As propostas a serem recebidas possuem características em comum que são correspondentes ao foco de atuação do fundo, que fora estabelecido na proposta de investimento do fundo como parte de sua tese de investimento. Esse foco de atuação pode ser caracterizado como sendo regional, setorial (*e.g.*, tecnologia da informação), por faturamento ou outras características, como pode, também, ser uma combinação de características (*e.g.* empresas de tecnologia da informação, com faturamento até R\$ 50 milhões ao ano, situadas na região sudeste do Brasil) ou não ser específico. Dentro deste foco, a originação de propostas fica sendo denominada *pipeline*. A prospecção destas empresas pode ser feita de maneira ativa e/ou passiva¹⁰, normalmente dentro do *pipeline* do

⁹ Na verdade, não é incomum que o gestor comece esta fase enquanto ainda está captando recursos para o fundo.

¹⁰ Um exemplo de prospecção ativa é o gestor do fundo ir a uma incubadora de empresas, ou a um Arranjo produtivo Local (ou *cluster*), procurar por empresas que tenham potencial e estejam necessitando

fundo, e, idealmente, deve produzir um grande fluxo de propostas. Com este grande número de propostas recebidas é impossível realizar uma análise aprofundada de cada uma, assim, o processo de *screening* se torna fundamental. Este processo normalmente é realizado através da atribuição de graus a pontos específicos predeterminados, padrão a todas as propostas, que geram uma nota a ser comparada com uma nota de corte, estabelecendo o primeiro funil de propostas desta primeira fase do ciclo. As aprovadas neste processo de *screening* serão analisadas mais profundamente. Passando por etapas onde o plano de negócios, a empresa e o empreendedor são analisados, o funil do processo de seleção reduz o número de propostas a poucas.¹¹

Após esta etapa, dá-se início ao processo de investimento onde é, inicialmente, realizada uma investigação detalhada de aspectos relevantes da empresa em análise (a *due diligence*). Na *due diligence* são checados todos os aspectos legais, financeiros, econômicos, histórico de desempenho da empresa, equipe chave e estratégias de atuação. O processo de *due diligence* serve também para que se possa avaliar o grau de risco que deve ser atribuído à empresa, o qual será refletido na taxa de desconto do *valuation* da empresa. Com a maioria dos riscos de agência tendo sido identificados na fase anterior¹², e não se encontrando problemas relevantes durante a *due diligence*, é dado início às negociações do investimento. Baseado nas informações levantadas, o fundo deverá negociar qual será sua participação na empresa a ser investida, quanto isso irá custar, que instrumentos financeiros serão utilizados, entre outras coisas. O contrato de investimento deve apresentar cláusulas que visem mitigar todos os riscos verificáveis e, quando possível, os riscos observáveis através da alocação de direitos sobre fluxo de caixa, cargos de diretoria e assentos no conselho de administração (quando houver), além de outras questões como estratégias de saída.¹³

Uma vez realizado o aporte e cumpridas todas as cláusulas necessárias¹⁴, dá-se início à etapa de monitoramento do investimento. Neste período, que possui duração média de 3 a 5 anos, ocorre o trabalho de acompanhamento dos indicadores econômicos

de financiamento. A prospecção passiva pode ser a estruturação de uma página na *web* onde os empreendedores possam entrar em contato com o gestor do fundo.

¹¹ Isto fica bem exemplificado em Boocok e Woods (1997) onde, na tabela 3, eles mostram que das 232 propostas recebidas pelo fundo analisado, 206 foram rejeitadas, 6 investimentos foram feitos e 26 propostas ainda estavam sendo analisadas.

¹² Aqui eu crio uma separação no processo de *due diligence* colocando na fase de investimentos a investigação mais detalhada dos aspectos legais, financeiros e econômicos e deixando a investigação dos outros aspectos no processo anterior de “*screening*, seleção e análise”.

¹³ “Estratégia de saída” é o jargão utilizado ao se referir à estratégia de desinvestimento.

¹⁴ Em alguns casos são estabelecidos pré-requisitos para que ocorra o investimento. Por exemplo, mudança prévia no quadro societário da empresa.

e financeiros da empresa investida e a agregação de valor do gestor. Usualmente são estabelecidas, nos contratos de investimento, metas (tais como metas de faturamento, de ampliação de base de clientes, de grau de desenvolvimento do produto e etc.) a serem alcançadas pela empresa em sua atividade, para servirem de termômetro da probabilidade de sucesso da empresa. Tais metas são chamadas de *milestones*. É durante o processo de monitoramento que as regras estabelecidas por algumas das cláusulas do contrato de investimento entram em funcionamento. Por exemplo, caso a empresa alcance os *milestones* determinados, o fundo pode abrir mão de seus direitos de controle (cargos de diretoria e assentos no conselho de administração) e se concentrar apenas em seus direitos sobre fluxo de caixa sendo que, caso os resultados da empresa forem muito acima dos *milestones*, o investidor pode até abrir mão de parte dos seus direitos sobre fluxo de caixa como um prêmio ao empreendedor e incentivo para ele continue o trabalho com a mesma qualidade.¹⁵

Após o sucesso, ou fracasso, da empresa, começa a fase de desinvestimento com a execução de sua estratégia. As possibilidades de “saída” são vislumbradas desde a fase de “*screening*, seleção e análise” e atualizadas constantemente durante todo o ciclo de investimento na empresa. Para o fundo este é o momento mais importante, pois significa o retorno do investimento realizado há alguns anos. Nos casos de sucesso, a estratégia de “saída” depende, em grande parte, do porte da empresa em relação à indústria na qual atua, podendo ser através de abertura de capital, fusão, aquisição por *player* estratégico, recompra pelos sócios originais, venda para outro investidor de *private equity* e etc. Nos casos de fracasso, a estratégia de saída é determinada pelos instrumentos utilizados para a realização do investimento e, às vezes, por cláusulas constantes do contrato de investimento. Por exemplo, caso sejam utilizados instrumentos de dívida conversível, que não tenham sido convertidos, o investidor tem a opção de exigir o pagamento da dívida. Caso tenha sido participação “pura” (ações ordinárias), resta ao investidor entrar com o pedido de falência da empresa, pagar todos os encargos trabalhistas, impostos, credores, acionistas preferenciais e então receber o que sobrar proporcionalmente a sua participação. Um tipo de cláusula comum é a de *buy back* onde os sócios originais se comprometem a recomprar as ações do investidor, dados certos acontecimentos determinados na própria cláusula.

¹⁵ Isto também é determinado no contrato de investimento.

2.2. Oferta e demanda por investimentos de *VC*

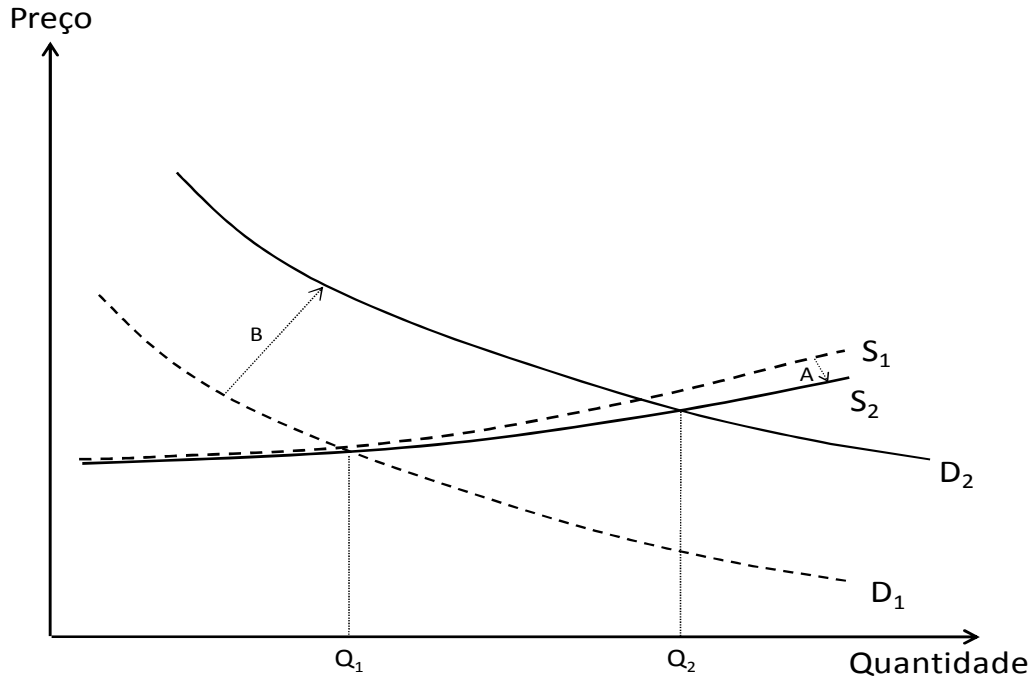
Lerner e Gompers, em “*The Venture Capital Cycle*”, tratam de alguns dos aspectos determinantes da oferta e demanda por investimentos de *VC*. São discutidos os efeitos, sobre a oferta e a demanda, causados pelas variações na taxa de imposto sobre ganho de capital, pelo grau de atividade apresentado no mercado de *IPOs* e alguns fatores macroeconômicos. Também é, neste momento, discutida a relevância que o histórico individual das firmas de *VC* na indústria tem sobre sua capacidade de captação.

Foram utilizadas regressões multivariadas, com dados de uma série temporal entre 1972 e 1994, buscando identificar quais fatores potencialmente atuam através da demanda e quais através da oferta. A análise foi desenvolvida aos níveis da indústria agregada, dos estados americanos (individualmente cada um dos 50 estados e o Distrito de Columbia) e das firmas de *VC*, também individualmente.

A oferta de investimentos de *VC* é determinada pela disposição dos investidores em investir em *VC*. Isso é traduzido pelo volume de capital comprometido a este tipo de investimento. A demanda por investimentos de *VC* é determinada pelas firmas que estão dispostas a receber investimentos de *VC* e, ao mesmo tempo, estão aptas a produzir o retorno esperado. A idéia é que quanto maior o preço, maior é a disposição dos investidores em investirem nesta atividade e menor é a quantidade de firmas interessadas e aptas a receberem este tipo de investimento. Isso implica na curva de oferta da indústria ser inclinada para cima e a de demanda, para baixo.

Segue abaixo o gráfico da oferta e demanda, onde o eixo das abscissas é representado pela quantidade de firmas que buscam investimentos de *VC* e o eixo das ordenadas é representado pelo preço, que pode ser interpretado como o retorno esperado do investimento em *VC*.

Gráfico 2.2: Oferta e Demanda por Investimentos de *Venture Capital*



Mudanças na oferta e demanda da indústria de *venture capital*. Por exemplo, uma mudança na taxa de imposto sobre ganhos de capital afeta tanto a oferta (evento A) como a demanda (evento B). A análise empírica indica que o efeito maior é sobre a demanda por dois motivos: (i) uma parte considerável dos investidores na indústria americana são isentos de impostos sobre ganho de capital; e (ii) uma redução nesse imposto aumenta a motivação dos trabalhadores a abrirem suas próprias empresas em busca de maior remuneração. Adaptado de Lerner e Gompers (2004), “*The Venture Capital Cycle*”

A discussão é feita através de uma análise da quantidade de empresas que buscam receber este tipo de investimento. Deve ser levado em consideração que a situação de equilíbrio implica em um preço e uma quantidade determinada, mas, no entanto, o preço oferecido no momento do investimento é baseado em um retorno esperado, caracterizando-se assim como um valor *ex-ante* que não necessariamente será igual ao valor *ex-post*, quando do desinvestimento. Isso ocorre porque as empresas são avaliadas ao custo até que seja feito o desinvestimento, o que ocorre alguns anos após o investimento inicial.

A curva de oferta possui grande elasticidade, sendo quase horizontal, devido ao fato dela ser formada pelo interesse dos investidores no retorno esperado dos investimentos em *VC*, sendo que existem outros investimentos que podem ser considerados substitutos próximos. Caso houvesse substitutos perfeitos, a curva de oferta seria completamente elástica (horizontal). A existência de substitutos próximos demonstra que o retorno esperado pelos investidores de *VC* é tal que compensa os riscos sistêmicos deste tipo de investimento.

Um dos motivos da inclinação positiva da curva de oferta deriva das diferenças existentes na tributação sobre os diferentes investidores. Ou seja, investidores que sofrem com taxas de tributação maiores irão requerer investimentos que produzam retornos maiores para compensá-las.

Uma redução da taxa de imposto sobre ganho de capital, por exemplo, tem efeito tanto sobre a oferta como sobre a demanda. Tal redução faria com que os investidores ficassem mais dispostos a aceitar uma taxa de retorno (preço) *ex-ante* menor, aumentando a gama de empresas a serem consideradas como alvo de investimento. No entanto, no caso do modelo estudado por Lerner e Gompers, grande parte dos investidores eram instituições isentas deste tipo de tributação (isso, após 1980 nos EUA), o que faz com que o efeito da redução de tal taxa sobre a oferta seja apenas marginal (deslocamento de S_1 para S_2 , evento A).

De acordo com o trabalho desenvolvido por Poterba (1989), uma redução na taxa em questão teria um efeito mais considerável sobre a demanda. Isso se daria pela conjectura de que uma redução na taxa de imposto sobre ganho de capital incentivaria trabalhadores a abrirem suas próprias empresas, buscando um aumento em seus rendimentos. Enquanto um trabalhador é remunerado por seu salário, que sofre tributação pela taxa de imposto de renda, um empreendedor é remunerado pela valorização de sua participação societária em sua empresa, que é tributada pelo imposto sobre ganho de capital (quando este é realizado). O efeito da redução de tal taxa deslocaria a curva de demanda para a direita (deslocamento de D_1 para D_2 , evento B).

A respeito da ordem de relevância dos impactos, Lerner e Gompers argumentam que, com a redução da taxa em questão, caso o impacto afete a oferta através de seu efeito sobre a demanda, é de se esperar que a modificação na taxa referida influencie todos os investidores, independente do nível da taxa sob a qual cada um está sujeito (*i.e.*, tanto os indivíduos que são isentos, como os que não são isentos, aumentarão suas ofertas de investimentos). No entanto, caso o impacto da mudança na taxa ocorra diretamente sobre a oferta, os investidores isentos não serão afetados e o efeito final sobre a oferta será parcial (o que explica o fato de apenas parte da curva de oferta se deslocar na mudança de S_1 para S_2). À medida que se é capaz de diferenciar entre os tipos de investidores, é possível determinar qual efeito é mais relevante, o sobre a demanda ou o sobre a oferta.

O trabalho empírico, realizado por Lerner e Gompers, indicou a existência de uma correlação negativa entre a taxa de imposto sobre ganho de capital e o volume de capital

comprometido à indústria de *VC*. A análise revelou que o efeito de uma variação em tal taxa aparenta ser mais forte através de seu impacto sobre a demanda. Também ficou indicado que, caso a variação na taxa tenha um efeito de primeira ordem sobre a disposição dos investidores a investirem em *VC*, esse efeito será mais forte sobre indivíduos e instituições sujeitas a tal taxação.

Em relação a variáveis macroeconômicas, é razoável esperar que afetem o processo de captação de recursos. Por exemplo, a taxa básica de juros, ao afetar os juros de títulos de dívida, afeta diretamente a atratividade relativa de outros ativos. De forma semelhante, podemos estender essa relação para a expectativa de retorno de outros ativos. Isto é, um aumento no retorno esperado de outros ativos, incluindo os títulos de dívida, diminui a atratividade relativa dos investimentos em *VC*, possivelmente reduzindo o volume de capital destinado a este tipo de ativo.

Deve ser levado em consideração, também, que o estado geral da economia deve possuir certa influência sobre a demanda e oferta desta indústria. Uma economia apresentando altas taxas de crescimento pode gerar um ambiente propício ao desenvolvimento de novos empreendimentos, o que poderia afetar a oferta de investimentos em *VC* impulsionada pelo aumento na demanda por tais investimentos. Assim, boas medidas para as condições de demanda poderiam ser o crescimento do PIB, o índice da Bolsa de valores, a taxa de investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e outros.

A análise empírica realizada apontou que, das variáveis macroeconômicas consideradas, ao nível da indústria, apenas a taxa real de crescimento do PIB é relevante. Aumentos nesta taxa afetam positivamente o volume de capital comprometido à indústria de *VC*, sugerindo que um aumento na demanda por investimentos de *VC* é um fator importante na determinação da quantidade ofertada.

A relação entre um mercado público de ações bem estruturado e a captação de recursos para investimentos em *VC* é discutida por Black e Gilson (1998). O argumento, de Black e Gilson, é de que apenas com um mercado público de ações eficiente a atividade de *VC* pode prosperar. Isso se daria através da possibilidade de sinalização crível do *venture capitalist*, às firmas investidas, de que, em um momento propício, o desinvestimento será feito, terminando o controle do *venture capitalist* sobre as firmas investidas. Podemos crer, também, que a possibilidade de abertura de capital sinalizaria aos investidores uma oportunidade adicional, e mais atraente, de obter retorno sobre os investimentos feitos.

Apesar da semelhança apresentada, por Lerner e Gompers, na amostra entre a volatilidade do volume de recursos destinados a investimentos em *VC*, e a volatilidade dos mercados de *IPOs*, a análise da regressão realizada apresentou como inconclusiva a relação entre ambos. Esse resultado é incompatível com a proposta de Black e Gilson, mas é corroborado pela experiência de Israel e Singapura, cujas indústrias de *VC* prosperaram apesar da inexistência de um mercado público de ações, doméstico, forte. No entanto, mesmo sendo inconclusiva, a regressão não descartou a possibilidade de haver uma relação direta entre a saúde do mercado de *IPOs* e a propensão dos investidores a investirem em *VC*.

Por fim, tomando como base o trabalho de Sirri e Tufano (1998), que determinou uma relação entre capacidade de captação para novos fundos mútuos por uma firma e o histórico de desempenho de tal firma, comparado a outras firmas atuantes no mesmo segmento, Lerner e Gompers tentam analisar dados empíricos que permitam averiguar a possibilidade de extensão de tal relação para firmas de *VC*.

A conclusão a que chegam em seu estudo empírico é de que, de fato, o *histórico* de desempenho dos fundos afeta diretamente a habilidade das firmas em captarem recursos para novos fundos. Além disso, foram encontradas evidências de que firmas com fundos que possuíam maior participação acionária em empresas que abriram capital, em um momento próximo a fase de captação de recursos para um novo fundo, têm maior probabilidade de conseguir captar novos recursos e em maior volume. Ou seja, a reputação, sob a forma de tempo de mercado e volume de recursos geridos, tem um efeito positivo sobre a capacidade de angariar novos recursos.

2.3. Histórico da indústria nos EUA e no Brasil

A forma como esta atividade é conduzida sofreu mudanças relevantes desde seu início na década de 1940 nos Estados Unidos, portanto, para uma compreensão mais completa desta atividade é ideal que se tenha uma noção da evolução da indústria.

A indústria de *VC* teve seu início, nos Estados Unidos, em 1946 com a criação da firma *American Research and Development* (ARD) que se propôs a fazer investimentos de alto risco em companhias emergentes baseadas em tecnologias desenvolvidas para a 2ª Guerra Mundial. Por causa da estrutura sob a qual a ARD estava

montada (*closed-end fund*¹⁶), os investidores institucionais não demonstraram interesse por este novo tipo de ativo por considerá-lo de alto risco e sem histórico. As regulamentações da *SEC* (*Security and Exchange Commission*) não impediam o investimento neste tipo de ativo por qualquer tipo de investidor, assim, com o sucesso alcançado pela ARD¹⁷ em seus investimentos empreendedores, e sua estrutura de *closed-end fund*, a principal fonte de captação de recursos do fundo era de investidores pessoa física.

Na década seguinte, outras organizações de *VC* começaram a surgir com a mesma estrutura de *closed-end fund* da ARD, no entanto tal estrutura começou a apresentar suas falhas. Podendo ser negociadas publicamente, as quotas destes fundos eram vendidas para investidores cujos perfis não eram compatíveis com este tipo de ativo, como, por exemplo, pessoas aposentadas cuja expectativa de retorno sobre investimentos de renda variável não era de longo prazo. Assim, quando os ganhos de curto prazo não se materializaram, as frustrações dos investidores se voltaram contra os *venture capitalists*.

Isso fez com que se tornasse necessária uma nova estrutura para este veículo. Foi, então, adotada a estrutura de *limited partnership* (esta se assemelha a estrutura societária de responsabilidade limitada) que, diferente dos *closed-end funds*, estavam isentas de alguns requerimentos regulatórios da *SEC* como, por exemplo, o *Investment Company Act* de 1940 que definia e regulamentava as companhias de investimento e fundos mútuos. Uma das principais vantagens do *limited partnership* era sua eficiência tributária, pois, para efeitos tributários, cada um dos investidores de um fundo com tal estrutura era considerado como um investidor direto das empresas do portfólio do fundo, sendo que o fundo em si não estava sujeito a nenhum tipo de tributação. Os participantes destes fundos eram os investidores, ou *limited partners*, e o gestor, conhecido como *general partner*. Como indicado pelas nomenclaturas, os *LPs* (*limited partners*) possuíam responsabilidade limitada sobre apenas seu próprio capital comprometido ao fundo e os *GPs* (*general partners*) possuíam responsabilidade ilimitada sobre os investimentos do fundo (na prática os gestores estabeleciam uma

¹⁶ *Closed-end fund* é um fundo mútuo onde as quotas podem ser negociadas entre investidores da mesma maneira que se negociam ações individuais.

¹⁷ Como exemplo, em 1957, a firma ADR fez um investimento de US\$ 70.000,00 por 77% da empresa *Digital Equipment Company* que, em 14 anos, cresceu a um valor de US\$ 355 milhões, representando quase metade dos lucros alcançados pela ADR em seus 26 anos de existência.

terceira companhia limitada para atuar como gestora do fundo, visando reduzir sua exposição aos riscos inerentes a responsabilidade ilimitada).

Uma das principais desvantagens deste tipo de estrutura foi à redução de potenciais investidores, pois apenas alguns tipos de instituições e indivíduos de alta renda poderiam investir nesses fundos. A primeira companhia a utilizar este tipo de estrutura foi a *Draper, Gaither, and Anderson* em 1958. Esta, e outros, utilizaram o modelo de outras *limited partnerships* da época tais como as criadas para desenvolver projetos imobiliários e de exploração de campos de petróleo. Esses modelos de parcerias possuíam um tempo de vida predeterminado e limitado, em geral de 10 anos com a possibilidade de extensão. Então, ao contrário dos *closed-end funds* que geralmente tinham vida ilimitada, essas parcerias precisavam retornar os investimentos aos investidores dentro do prazo de vida do fundo. Inicialmente, os *venture capitalists*, ao invés de vender as participações adquiridas nas empresas de sucesso, quando estas abriam capital, e retornar o dinheiro aos investidores, davam aos investidores as alocações de participação nas empresas para que eles pudessem decidir quando seria o melhor momento para realizar os ganhos de capital provenientes dos investimentos.

Nas décadas de 1960 e 1970, apesar do crescimento na utilização deste tipo de estrutura de *limited partnership*, este modelo ainda não era dominante. Nesta época, a maioria das organizações de *VC* captava dinheiro através da estrutura de *closed-end funds* ou através de um programa federal de fomento à indústria de *VC*, conhecido como *Small Business Investment Companies (SBICs)*. Este programa foi incentivado pelo medo de atrasos no âmbito de desenvolvimento tecnológico, por parte dos EUA, após o lançamento do satélite soviético *Sputnik* em 1957. Candidatos que conseguissem captar investimentos junto ao setor privado recebiam *marching funds* (ou garantias de empréstimo) do governo federal. No entanto, dado o extensivo processo burocrático para assegurar tal fomento público, as organizações de *VC* mais antigas se encontraram desencorajadas em participar deste programa. Enquanto isso, o escrutínio limitado na seleção dos candidatos incentivou a entrada de agentes inescrupulosos que investiam em empresas de baixa qualidade ou até em empresas fraudulentas, geralmente controladas por amigos e familiares. Em um cenário que prenunciava a crise do sistema de poupança e empréstimos nos EUA, na década de 1980, a maior parte dos *SBICs* colapsou no fim da década de 1960 e início da de 1970.

No final da década de 1970, e início da de 1980, houve um crescimento considerável da indústria de *VC* nos EUA. Em 1978, quando US\$ 424 milhões estavam

investidos em novos fundos de *VC*, 32% dos investidores eram indivíduos enquanto apenas 15% eram fundos de pensão. Isto se dava por causa da “regra do homem prudente” (*prudent-man rule*), de 1830, que foi prevista para prevenir os investidores, que utilizam serviços de consultoria financeira, de investimentos escusos ou muito arriscados. Como não havia um esclarecimento explícito do governo sobre a aplicação desta regra sobre investimentos em *venture capital*, os fundos de pensão restringiam suas alocações nesta indústria por considerá-la de alto risco e por temer penalizações governamentais. Em 1979, o entendimento dado pelo Departamento Trabalhista dos EUA sobre a “regra do homem prudente” permitiu aos fundos de pensão que alocassem seus investimentos em ativos de alto risco, inclusive *VC*, por entender que um “homem prudente” deveria diversificar seus investimentos visando diluir riscos. Oito anos depois, quando o total investido na indústria de *VC* alcançava US\$ 4 bilhões, os fundos de pensão eram responsáveis por mais da metade deste volume.

As décadas de 1980 e 1990 foram de altos e baixos para os *venture capitalists*. Por um lado, eles investiram em muitas das empresas de alta tecnologia que tiveram sucesso nessas décadas, tais como Apple Computer, Cisco Systems, Genentech, Microsoft, Netscape e Sun Microsystems, e em um número considerável de empresas de serviços, como Starbucks, Staples e TCBY. Ao mesmo tempo, o comprometimento de capital para a atividade foi muito desigual. O fluxo anual de investimentos em fundos deste tipo cresceu de maneira substancial no início da década de 1980, tendo seu ápice pouco abaixo de US\$ 6 bilhões (em dólares de 1999). No entanto, entre 1987 e 1991 a captação sofreu quedas constantes. Estas quedas refletiram a decepção dos investidores com as reduzidas taxas de retorno desde meados da década de 1980, provavelmente devidas a superinvestimentos nas empresas e a entrada de gestores inexperientes.

Este cenário se reverteu de forma dramática na década de 1990 com o rápido crescimento dos volumes captados pelos fundos. O *boom* de *IPOs* aliada à saída de gestores inexperientes da indústria fez com que os retornos obtidos com este tipo de ativo aumentassem. Em resposta a isso, o volume de capital comprometido cresceu em vinte vezes entre 1991 e 2000 alimentado, principalmente, por fundos de pensão que já investiam neste tipo de ativo e fundos de pensão debutantes. Enquanto os antigos surtos de crescimento na captação desta atividade vinham atrelados a reduções nas taxas de retorno, este surto da década de 1990 foi acompanhado por um crescimento nas taxas de retorno.

Apesar do modelo de *limited partnership* ter permanecido como dominante, durante a década de 1990 houve um ressurgimento de fundos de *VC* que podiam ser negociados publicamente. Esse ressurgimento ocorreu apesar de todos os problemas históricos atrelados a essa estrutura e, também, apesar da crescente severidade com a qual a *SEC* buscou aplicar provisões regulatórias referentes a estes tipos de fundos. Esse renascimento incluiu tanto as novas organizações que eram fundos de *VC* “puros”, tal como o Internet Capital Group, como, também, híbridos que combinavam fundos de *VC* com empresas em atividade e empresas em atividade que contavam com “incubadoras” para novas firmas.

O renovado apelo destes fundos negociados publicamente se encontrava no interesse de investidores individuais nesta atividade e na inacessibilidade dos fundos de *limited partnership* aos mesmos. Cada vez mais os trabalhadores faziam a gestão de suas poupanças através de planos como o 401(k)¹⁸, ou de outros tipos de “contribuições definidas”, e a regulamentação da *SEC* restringia o acesso aos fundos de *limited partnership* aos investidores que atingissem certo grau de “sofisticação”. Este grau de “sofisticação” era medido por níveis mínimos de patrimônio líquido dos indivíduos ou de renda, os quais eram muito acima da média das famílias de classe média. As firmas de *VC*, tendo em mente que *limited partnerships* não deveriam ter muitos investidores, criaram limites mínimos de investimento em seus fundos, em geral na casa dos milhões ou dezenas de milhões, e, além disso, muitas delas não aceitavam investimentos de novos investidores, pois já havia demanda suficiente dos antigos investidores que possuíam preferência para investir em fundos subsequentes por terem investido em fundos anteriores (*grandfather rights*).

Como dito anteriormente, os retornos obtidos pelos investimentos de *VC* ao final da década de 1980 foram relativamente baixos devidos, em parte, a uma combinação de forte competição entre os *venture capitalists* por novas firmas, excesso de oferta de *IPOs* e inexperiência dos novos gestores. Isso fez com que o crescimento da indústria de *VC* fosse limitado durante a década de 1980 e início da década de 1990, representado pelo fato da indústria ter ido de US\$ 3 bilhões em 1983 para apenas um pouco mais de US\$ 4 bilhões em 1994.

¹⁸ O 401(k) é um plano de aposentadoria patrocinado pelo empregador onde parte do dinheiro que deveria ser retido na fonte para imposto de renda é dirigido para aplicações financeiras, este dinheiro só sofre taxações quando é efetivamente retirado. O nome 401(k) é em razão da seção do Código Fiscal norte-americano onde o plano está previsto.

Com as baixas taxas de retorno obtidas e o fraco crescimento de capital comprometido nesta época, a indústria se viu esvaziada de novos gestores e houve um movimento de retração por parte dos mais antigos. Estes últimos se voltaram para o fortalecimento das operações que já estavam em andamento, reduzindo o volume de novos investimentos, possibilitando uma melhoria nos resultados obtidos. Isso acabou dando origem ao *VC boom* da década de 1990, que duraria até o estouro da bolha da internet 2000, com os maciços investimentos em companhias com tecnologias voltadas para a internet.¹⁹

Em março de 2000 deu-se início à queda vertiginosa da *Nasdaq* que abalou a indústria de *VC* como um todo. De 2000 a 2003, muitas empresas de *VC* se viram obrigadas a reduzir o valor de grande parte de seus investimentos (*write-off*) e muitos fundos se encontravam em uma situação onde o valor de seus investimentos estavam abaixo dos valores originalmente investidos (*underwater*). Muitos investidores dos fundos buscaram reduzir o volume de capital comprometido e vários deles chegaram a vender suas quotas subscritas por centavos de dólar no mercado secundário. Em meados de 2003 a indústria tinha sido reduzida a metade do que fora em 2001 e o volume de investimentos reportado nesta época se manteve constante até meados de 2005.²⁰

Apesar da redução dramática no tamanho da indústria, os valores deste período de 2000 a 2003 ainda representavam um crescimento em relação aos níveis entre 1990 e 1995. Em números, o nível de investimentos de *VC* em 1994 era equivalente a 0,058% do PIB, enquanto em seu ápice, em 2000, era de 1,087% indo, em 2003 e 2004, a uma faixa entre 0,164% e 0,182%. Apesar da recuperação vista entre 2004 e 2007, devida a formação de um ambiente empresarial movido pela internet, o volume da indústria, especialmente em comparação com a atividade de *private equity* como um todo, estava bem abaixo dos valores alcançados no final da década de 1990.

De acordo com o relatório de avaliação de impacto da indústria de *VC* nos EUA, entre 1970 e 2005, as empresas que receberam investimentos de *VC* eram responsáveis por 10 milhões de empregos e, em 2005, o faturamento destas empresas chegou a US\$ 2,1 trilhões. Estes números representavam 9% do total de trabalhadores no setor privado e 16,6% do PIB americano, respectivamente. O relatório também apontou que constantemente as empresas que recebem investimentos de *VC* (*VC-backed*) têm melhor

¹⁹ Baseado e traduzido de “The Venture Capital Revolution” de Paul Gompers e Josh Lerner.

²⁰ Fontes: “The Fundamentals of Private Equity”, volume 1, da Private Equity International; “Venture Capital and the Finance of Innovation” de Andrew Metrick; e na publicação “Dow Jones Private Equity Analyst” de 2007.

desempenho do que as que não recebem. Entre 2003 e 2005, essas empresas apresentaram uma taxa composta de crescimento anual de 4,1% em empregos gerados, contra 1,3% do setor privado como um todo, e uma taxa composta de crescimento anual de 11,3% no faturamento, contra 8,5% do setor privado como um todo.

Antes do estouro da bolha imobiliária americana, a indústria de *private equity* como um todo estava caracterizada por um espetacular crescimento em escala dos números de operações realizadas e dos volumes das mesmas, refletido nos fundos multibilionários criados, pela habilidade desenvolvida em se operar além-mar e além-fronteiras e pelo aumento e criatividade na utilização de dívida para estruturação dos investimentos.

Com os reflexos da crise do *subprime*, iniciada em julho de 1997, o mercado de crédito foi drasticamente reduzido, desfazendo várias operações de *buyout* que estavam em andamento, pois estas seriam alavancadas, dificultando a captação de recursos, especialmente dos gestores com pouca experiência de mercado, e afastando potenciais novos investidores. Por outro lado, a redução do crédito afetou diretamente as empresas, reduziu o valor de mercado de muitas das que tem suas ações negociadas em bolsa e diminuiu fortemente o poder de barganha das empresas de capital fechado que necessitavam de capital novo para sobreviver. Num primeiro momento a indústria de *VC* em si não foi afetada dada sua natureza de operações não alavancadas. Apesar da publicação de alguns artigos em revistas especializadas, ainda é cedo para se avaliar o real impacto desta crise na indústria de *private equity* uma vez que não existe a obrigação de divulgação sobre os investimentos realizados. O que se pode afirmar, pela natureza da atividade, é que as operações de *buyout* tendem a sofrer muito com a redução da oferta de crédito, pois estas geralmente são alavancadas via dívida, e que as operações de *VC*, que não são alavancadas, tendem a sofrer quando a crise atinge a economia real.

No Brasil, houve uma tentativa de fomento à criação de uma indústria de *VC*, durante a década de 1970, que partiu de ações realizadas pelo governo federal através de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep). No entanto, dada a situação macro e microeconômica nacional na época, essas tentativas não resultaram em frutos duradouros.²¹

²¹ Baseado em “*Overview*”, texto elaborado pela ABVCAP – Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*.

Em 1994 foi editada a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 209 (ICVM nº209/94) criando os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), que permitiu a institucionalização das atividades de *private equity* no Brasil. Com a concomitância do cenário de estabilização econômica propiciado pelo Plano Real, foi criado um ambiente propício ao desenvolvimento desta atividade no Brasil que despertou o interesse de investidores nacionais e internacionais, especialmente em relação a investimentos em privatizações.

Alguns fatores foram chave para que fosse criado um ambiente institucional nacional propício ao desenvolvimento da indústria de *private equity*. Dentre eles, podemos citar a edição, em 2003, da ICVM nº391 – Fundo de Investimentos em Participações (FIP). Os principais propósitos desta instrução eram regular os fundos voltados para operações de grande porte (mais especificamente operações de *buy out*, que no Brasil são chamadas de *Private Equity*) e confirmar, pelo poder judiciário, tanto a legitimidade do uso de arbitragem para resolução de eventuais conflitos societários, como as reformas prévias que a legislação societária sofrera.

Em 2006 foi publicado o 1º Censo brasileiro de *Private Equity* e *VC*, realizado pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, que identificou um crescimento no número de gestores de fundos deste tipo de 8, em 1994, para 45, em 2000. Além disso, foi apontado que, em 2004, os 21 fundos de *VC* em operação no país aplicaram US\$ 170 milhões, sendo que isto correspondeu a cerca de 3% do total de investimentos da indústria.

Em 2004-2005, ainda de acordo com o censo, a indústria de *private equity* nacional contava com 142 gestores, 181 fundos, 1.414 profissionais e 480 empresas investidas sendo que a soma de recursos voltados para a indústria de *private equity* no Brasil chegou a US\$ 5,6 bilhões. Este montante estava distribuído entre 101 veículos de investimento, sendo estes divididos em 29 *limited partnerships*, 21 FMIEEs, 11 FIPs e 20 holdings, destinado a 315 empreendimentos, sendo 115 de setores de alta tecnologia como desenvolvimento de *software*.

Um dos principais acontecimentos para a indústria nacional, em 2006, foi a conversão da Medida Provisória 281, pelo Congresso Nacional, na Lei 11.312/06 que reduziu para zero o imposto de renda cobrado sobre os ganhos de investidores não-residentes em aplicações em fundos nacionais regulados de *VC* e *private equity*. Além disso, foi estabelecido, também, um regime tributário específico, de alíquota de 15% sobre os ganhos de capital, para investimentos de residentes.

Os anos seguintes apresentaram taxas médias anuais de 50% de crescimento no volume de capital comprometido, sendo que em 2007 foram comprometidos US\$ 16,7 bilhões, dos quais US\$ 4 bilhões eram de investidores estrangeiros. Até o primeiro semestre de 2008, o volume total de capital comprometido atingiu o recorde de US\$ 26,6 bilhões, sendo 58% provenientes de investidores estrangeiros.

O investimento dos fundos de pensão nacionais nesta classe de ativos cresceu de forma considerável. Em 2008, a participação destes em novas captações chegou a 50% do volume captado, fazendo com que os fundos de pensão nacionais representem aproximadamente 24% do volume total comprometido, o que é equivalente a US\$ 6,4 bilhões.

O crescimento desta indústria no Brasil vem sendo facilitado, em grande parte, pelo crescimento do mercado de ações. A 1ª safra de fundos deste tipo, que teve seu ciclo entre 1997 e 2007, demonstrou a possibilidade real de desinvestimento neste tipo de mercado. De acordo com o 2º censo da FGV/SP, que contou com uma amostra de 111 desinvestimentos (85 totais e 26 parciais), foi reportado um valor de US\$ 2 bilhões em desinvestimentos de 104 negócios entre 2005 e junho de 2008. Destes 104 negócios, 54% dos desinvestimentos ocorreram através de *IPOs* e transações secundárias entre fundos, representando 89% do volume desinvestido.

A vocação nacional para a consolidação nos setores, derivado do desorganizado desenvolvimento industrial brasileiro, e a possibilidade de transferência de controle nas grandes empresas familiares brasileiras, possibilitando ganhos com melhorias nos sistemas de governança e estruturação corporativa, representam grandes atrativos do mercado nacional para que haja a consolidação da indústria de *private equity* como um todo no Brasil, mesmo durante a atual crise mundial de crédito.

3. Estrutura legal e instâncias de governança

A estrutura legal do fundo influencia não só os instrumentos de governança, mas, também, a tese de investimento do fundo ao, por exemplo, estabelecer um limite ao tempo de vida do fundo (seu prazo de duração). Os instrumentos de governança permitem a supervisão do gestor pelos investidores. Possibilitando, dada a estrutura legal adequada, a interferência do investidor na atuação estratégica e, até certo ponto, operacional do fundo, enquanto o investidor se mantém com responsabilidade limitada sobre os investimentos.

A seguir serão apresentados os aspectos mais relevantes das estruturas legais das *LPs*, dos FIPS e FMIEEs. Dada a quase inexistência de material que trate deste assunto de forma clara, tomaremos como base o trabalho desenvolvido pela equipe da GVCepe, da FGV de São Paulo, em seu 1º censo da indústria de *VC* brasileira, acrescentando algumas informações retiradas do relatório “*Private Equity Partnership Terms and Conditions – 2007*”, elaborado pela *Dow Jones*, da coleção didática, elaborada por Gary Sharp, intitulada “*The Fundamentals of Private Equity and Venture Capital*” e dos regulamentos dos fundos Criatec e FIPAC. Além destes, algumas informações foram atualizadas, quando necessário, tomando como base as instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários cabíveis.

3.1. *Limited Partnership* e *Corporate Venture Capital*

Os investimentos de *VC* podem ocorrer através de diferentes estruturas legais. Brevemente distinguiremos duas das formas internacionais mais usuais: *Limited Partnerships (LPs)* e *Corporate Venture Capital*.

A *limited partnership (LP)*, atualmente, é a estrutura legal mais utilizada internacionalmente. Ela é composta por um gestor (*general partner* ou *GP*), que é responsável pela administração e operação da sociedade e possui responsabilidade ilimitada sobre as responsabilidades da sociedade que excederem seus ativos, e por um ou mais *limited partners* (que são os investidores), que não podem participar da administração e operação do fundo e que possuem responsabilidade limitada ao capital comprometido individualmente à sociedade. A *LP* é regulada de acordo com as normas

de onde está situada, mas um problema desta estrutura é que nem todos os países contemplam tal figura societária em suas legislações, como é o caso do Brasil.

As principais vantagens da *LP* são: **i)** a responsabilidade limitada dos investidores (contanto que estes não participem da administração/gestão e operação do fundo); **ii)** transparência fiscal (cada investidor é tributado sobre seus ganhos de acordo com as respectivas normas a quais estão sujeitos); **iii)** flexibilidade contratual (em comparação com veículos corporativos, pois possuem prescrições estatutárias mínimas relacionadas a documentação e operação, além de, ao contrário de veículos corporativos que possuem acionistas, o administrador não estar tão sujeito a ofertas hostis pelo controle (“*hostile takeovers*”) por outros investidores quanto os diretores ou administradores de um veículo corporativo. Apesar dos investidores da *LP* não possuírem os mesmos direitos estatutários que acionistas de um veículo corporativo, eles podem negociar seus direitos como investidores de forma contratual e individual.); **iv)** autonomia do gestor (para manter sua responsabilidade limitada, os investidores não podem se envolver na gestão do fundo); **v)** requerimentos regulatórios em relação ao veículo em si são mínimos, ou inexistentes; **vi)** potencial para estruturação eficiente das taxas de administração e performance; e, **vii)** não há obrigação de tornar públicos nem o acordo societário (*partnership agreement*), nem informações relativas ao fundo. Outra vantagem presente nesta estrutura é a possibilidade de ter prazo de duração pré-determinado. Isso dá aos investidores uma noção, com certa precisão, de quando os desinvestimentos serão realizados e os ganhos retornados.

O *corporate VC* se assemelha a estrutura de um holding, pois os investimentos são realizados por uma empresa maior em empresas menores. A principal vantagem do *corporate VC* é a possível sinergia existente entre a empresa investidora e a investida. Esta sinergia se deve ao fato de que as empresas que fazem investimentos de *VC* tendem a investir em empresas dentro de seu próprio segmento de atuação, ou segmento correlato/complementar. O trabalho desenvolvido por Lerner e Gompers (2004) aponta que investimentos de *VC* realizados por empresas, quando estas possuem foco e estratégia de investimentos bem definidos, alcançam retornos similares aos alcançados por organizações de *VC* “tradicionalistas” (firmas especializadas em *VC*). Enquanto que empresas que não possuem foco e estratégia de investimentos bem definidos, tendem a alcançar retornos menores e a descontinuar a atividade de *VC* após apenas alguns investimentos realizados.

Ao contrário dos *limited partners*, investidores de *corporate VC* (empresas) e investidores que realizam investimentos diretos possuem responsabilidade ilimitada sobre seus investimentos. Ademais, os investimentos diretos, que são realizados por investidores institucionais (*e.g.*, fundos de pensão) ou indivíduos, carregam em si um perfil de risco maior por serem realizados por uma única fonte de recursos (ao contrário do *pooled investment* dos fundos) que, possivelmente, não possui robustez financeira suficiente para montar uma carteira diversificada deste tipo de ativo.

3.2. FIPs e FMIEEs – ICVM 391 e ICVM 209

No Brasil, as *LPs* possuem estruturas *off-shore* por não serem contempladas pela legislação nacional. No entanto, em 1994, foi criada pela CVM a Instrução Normativa nº 209 (ICVM-209), que regula os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e, em 2003, a Instrução Normativa nº 391 (ICVM-391), que regula os Fundos de Investimento em Participações (FIP), sendo que ambos fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado. Estas instruções foram criadas com a intenção de prover veículos legais para os investimentos de *private equity*, de tal modo que se assemelham, propositadamente, a estrutura de *limited partnerships*. A criação destas instruções normativas foi crucial para gerar um ambiente propício ao desenvolvimento da indústria de *private equity* nacional.

Dentre as vantagens dos FIPs e FMIEEs em relação à estrutura utilizada previamente no Brasil (a de holdings de investimentos sujeita a legislação própria), é que eles podem receber investimentos estrangeiros sem que haja a necessidade de serem listados publicamente. Além disso, eles possuem a mesma transparência tributária das *LPs* (sendo que, desde fevereiro de 2006, os investidores internacionais são isentos do imposto de renda sobre ganho de capital em investimentos nestes tipos de fundos – Medida Provisória nº 281 de fevereiro de 2006) e a incidência tributária só ocorre quando da amortização das quotas dos fundos. No caso de reinvestimento do retorno gerado por um investimento prévio do fundo, a incidência tributária sobre tal retorno é postergada automaticamente até que seja realizado o desinvestimento do capital reinvestido. Os FIPs e FMIEEs também permitem que seja estipulada, via regulamento, o prazo de duração do fundo (sendo que, no caso dos FMIEEs, a ICVM-209 estipula que o prazo máximo de duração do fundo seja de 10 anos) e a possibilidade de prorrogação da duração do fundo.

Uma das desvantagens dos FIPs e FMIEEs é a obrigatoriedade de tornar públicas informações operacionais que, às vezes, podem ser estratégicas, embora seja possível ao gestor requisitar que isto não seja feito. Um exemplo de problema potencial de tal obrigação seria no caso de um FIP, ou FMIEE, estar competindo com outro veículo de investimento por uma empresa-alvo (empresa a ser investida). A publicidade de certas informações permite ao outro veículo saber previamente das capacidades e restrições financeiras da FIP, ou FMIEE, e se usar disto para realizar uma proposta à empresa marginalmente maior, garantindo a aquisição de participação na empresa. Algumas características em comum entre os FIPs e FMIEEs são: **i)** a obrigação de que conste no regulamento do fundo sua política de investimento; **ii)** os investimentos destes fundos devem ser realizados através de valores mobiliários registrados junto a CVM e emitidos por sociedades autorizadas pela CVM para tal; **iii)** a gestão do fundo deve ser realizada por indivíduo ou entidade certificada para tal pela CVM; **iv)** a gestão e governança do fundo devem ser definidos no regulamento do fundo e aprovados em maioria por votação dos quotistas (sendo cada cota equivalente a um voto); **v)** não pode haver diferenciação de direitos econômicos entre quotas;²² **vi)** ao contrário das *LPs*, as quotas destes fundos podem ser negociadas em bolsa ou balcão organizado, guardadas as devidas ressalvas das respectivas regulamentações.

Os FMIEEs são caracterizados por algumas particularidades em sua regulamentação. Podemos destacar a restrição de investimentos, pois só podem ser realizados em empresas cujo faturamento no ano anterior ao investimento tenha sido de até R\$150 milhões, e que não façam parte de grupos com patrimônio superior a R\$300 milhões, também relativo ao ano anterior ao investimento. Além disso, o valor mínimo das quotas para subscrição é de R\$20.000,00 (vinte mil reais), o número máximo de investidores é de 35 e, como já tido anteriormente, o prazo de duração máximo é de 10 anos, prorrogáveis de acordo com deliberação dos investidores em assembléia geral de quotistas.

Diferente dos FMIEEs, os FIPs não possuem restrições de tamanho para suas empresas-alvo, o valor mínimo das quotas para subscrição é de R\$100.000,00 (cem mil reais) e só podem receber investimentos de investidores qualificados.²³ No entanto, precisam obrigatoriamente adotar modelos de governança que incluam, por exemplo,

²² Há uma exceção nisto, dada pela ICVM 409, para investidores que qualificam como agência de fomento.

²³ O artigo 109 da ICVM-209 dá a definição de investidores qualificados.

conselho consultivo, comitês técnicos, comitês de investimento ou outros, garantir a efetiva participação do gestor na governança das empresas investidas, dispor, em regulamento, o processo decisório para realização, pelo fundo, de investimentos e desinvestimentos.

3.3. O Gestor e o Administrador

Cabe, agora, fazer a distinção, dentro da legislação brasileira, entre o gestor e o administrador do fundo. A ICVM-409 dá a relação existente entre o gestor e o administrador na redação do parágrafo primeiro do artigo 56, que segue:

“Art. 56. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

§1º O administrador poderá contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados:

I – a gestão da carteira do fundo;

(...)“

De acordo com o artigo apresentado acima, cabe ao administrador a terceirização da gestão da carteira do fundo. Na prática, a estruturação do fundo é fruto do planejamento e interesse do gestor que, então, busca instituição credenciada para atuar como administradora. Esta diferença ocorre por falha da regulamentação relativa, que não é totalmente condizente com a prática da indústria. A relação entre o gestor e o administrador dos FIPs e FMIEEs é similar a da estrutura de *LP*. Nas três estruturas fica a cargo do contrato de serviços firmado entre administrador e gestor, ratificado e aprovado pelos investidores do fundo, a definição das atribuições de ambos perante o fundo. Alguns aspectos podem variar, mas a essência das atividades do gestor e do administrador é uma constante nos fundos de *VC* nacionais.

As obrigações do administrador, além das que venham a lhe ser impostas em decorrência da legislação/regulamentação aplicável, tendem a ser relacionadas a: *i*) manutenção ordenada dos registros referentes aos quotistas e quotas, livro de atas das assembleias gerais de quotistas, pareceres de auditores, registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo e documentação relativa às operações do fundo

durante cinco anos; **ii)** o recebimento de dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores do fundo; **iii)** o exercício ou alienação dos direitos de subscrição de ações e outros valores mobiliários, ou diligência para que o gestor o faça; **iv)** o emprego, na defesa dos direitos dos quotistas, da diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários a assegurá-los, inclusive ações, recursos e exceções; **v)** alocação da custódia dos títulos e valores mobiliários integrantes do Fundo em banco comercial, banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, bolsa de valores ou entidade de custódia autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários; **vi)** o pagamento de multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos na Instrução nº 209 da CVM; **vii)** elaboração de pareceres a respeito das operações e resultados do Fundo, anualmente, encaminhando as demonstrações financeiras, do qual conste, entre outras informações e/ou comentários necessários, declaração de que foram obedecidas as disposições da Instrução nº 209 da CVM e do Regulamento do Fundo; **viii)** elaboração, com o auxílio do Gestor, de estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas, mantendo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e decisões tomadas; **ix)** atualização, com o auxílio do Gestor, periódica dos estudos e análises, permitindo perfeito acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis cursos de ação que maximizem o resultado do investimento; e **x)** custeio das despesas de propaganda do Fundo.

Ao gestor são cedidos poderes para, em nome do fundo, exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembléias gerais ordinárias e extraordinárias das Companhias Investidas, assim como o de indicar membros para os órgãos sociais das Companhias Investidas. O gestor pode, ainda, adquirir, alienar ou, sob qualquer forma, dispor dos ativos integrantes da carteira do Fundo, transigir, dar e receber quitação, outorgar mandatos a diretores, empregados e/ou advogados, enfim, praticar todos os atos necessários à administração da carteira, observadas as limitações legais e regulamentares em vigor, bem como o disposto no regulamento, assim como consideradas as orientações do Comitê de Investimentos. Deste modo, compete ao gestor, desde que nos limites do regulamento e conforme as orientações da assembléia geral de quotistas e do comitê de investimento, dentro de suas respectivas esferas de competência: **i)** prospectar companhias alvo; **ii)** escolher as companhias em que

pretende investir e submeter à aprovação do comitê de investimentos; **iii)** firmar, eventualmente, com a companhia alvo um pré-contrato de investimento antes que esta seja submetida à aprovação do comitê de investimentos; **iv)** diligenciar, valorar e determinar estratégias de saída; **v)** propor o volume dos investimentos e participações do fundo nas companhias alvo ao comitê de investimento; **vi)** indicar ao administrador, após a aprovação do comitê de investimento, a necessidade de chamadas para integralização de quotas do fundo; **vii)** avaliar as companhias alvo de acordo com o mercado e suas características técnicas; **viii)** analisar a administração das companhias alvo (empreendedores e sua equipe) e modelo de negócios; **ix)** definir a necessidade de contratação de empresa especializada para a análise, em conjunto com a equipe do gestor, dos aspectos societários, de propriedade intelectual, fiscais e trabalhistas das companhias alvo (*due-diligence*), observado o disposto no regulamento sobre referido assunto; e **x)** acompanhar o desempenho das companhias investidas, bem como decidir sobre o momento de desinvestimento.²⁴

3.4. Instâncias de Governança das LPs e dos FIPs e FMIEEs

Existem duas instâncias de governança nas LPs. A primeira é o comitê de investimento, onde os investidores não participam, sendo composto por indivíduos da firma gestora. Sua função principal é analisar e aprovar, ou reprovar, novos investimentos e fazer o acompanhamento dos investimentos já realizados. A não participação dos investidores nesta instância é provocada por dois motivos. O primeiro deles é legal, pois, para manter seu status de responsabilidade limitada, os investidores não podem participar da gestão nem do funcionamento operacional do fundo. A segunda, que diz respeito a algo mais óbvio, é o fato de que, a princípio, o gestor do fundo possui maior *expertise* setorial e/ou de negócios do que os investidores. Sendo, assim, é natural que a firma gestora decida em quais empresas investir, do contrário perde-se um pouco do propósito para o investidor em pagar taxas de administração e performance por um serviço que ele mesmo poderia fazer melhor.

A segunda instância, que é uma de supervisão, é o *advisory board*, composto por um número entre três e nove *limited partners* (na realidade, depende da quantidade de investidores e tamanho do fundo) e que se reúne, em circunstâncias normais, de uma a

²⁴ As atribuições do administrador e do gestor foram adaptadas do regulamento do fundo Criatec da ICVM 209.

duas vezes por ano. Sua função principal é de supervisão estratégica das atividades do gestor, verificando se ele está cumprindo a tese de investimentos do fundo. Raramente o *advisory board* exerce alguma influência sobre decisões de investimento, uma vez que isto poderia colocar em risco o status de responsabilidade limitada de seus membros apesar do *partnership agreement* ressaltar que nenhum destes é agente dos *limited partners*. No entanto, o *advisory board* possui certa influência e peso sobre os fundos em que são investidores. Suas atribuições variam muito entre fundos, mas há certa congruência entre elas. De acordo com o relatório da *Dow Jones*, uma destas congruências, e o uso mais comum de tal influência, tem sido a resolução de conflitos, apesar de não ser especificado que tipo de conflito é resolvido. 25% dos fundos de *VC* relataram que o *advisory board* resolve todos os tipos de conflitos, enquanto 37,5% relataram que ele só resolve os conflitos escolhidos pelo *GP*. Outras atribuições comuns são: **i)** revisão de *mark-ups* e *mark-downs* em *valuations* de empresas do portfólio do fundo; **ii)** aprovação de extensões na duração dos fundos; **iii)** liberação, caso o fundo esteja com bom desempenho, de qualquer remuneração do *GP* que tenha sido retida como garantia contra a possibilidade dos *limited partners* não receberem sua parte devida dos retornos quando do fim da vida do fundo; **iv)** selecionar a firma para realizar, regularmente, auditoria sobre as distribuições dos lucros; **v)** ratificar e aprovar as distribuições de lucros; **vi)** aprovar o tratamento proposto a *limited partners* em *default*. Existe, no entanto, uma possível terceira instância que seria composta por todos os investidores do fundo, instituídos, cada, de seus direitos de voto proporcionais ao seu capital comprometido ao fundo, para a resolução de assuntos em que o *advisory board* (ou até mesmo o *limited partnership agreement* de forma explícita) defina ser relevante o suficiente para que todos os investidores façam apreciação e posicionamento.

As instâncias de governança normalmente utilizadas nos FIPs e FMIEEs são similares. Normalmente, os fundos de *VC* que operam através das ICVM-209 ou ICVM-391 utilizam duas instâncias de governança, a assembléia geral de quotistas (AGQ) e o comitê de investimentos (CI). A AGQ é instituída por ambas as instruções normativas, ficando a cargo da assembléia a decisão em instalar o comitê de investimentos. As funções da AGQ em ambas as ICVMs são idênticas, sendo elas: **i)** tomar, anualmente, as contas relativas ao Fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador; **ii)** alterar o regulamento do Fundo; **iii)** deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto; **iv)** deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do

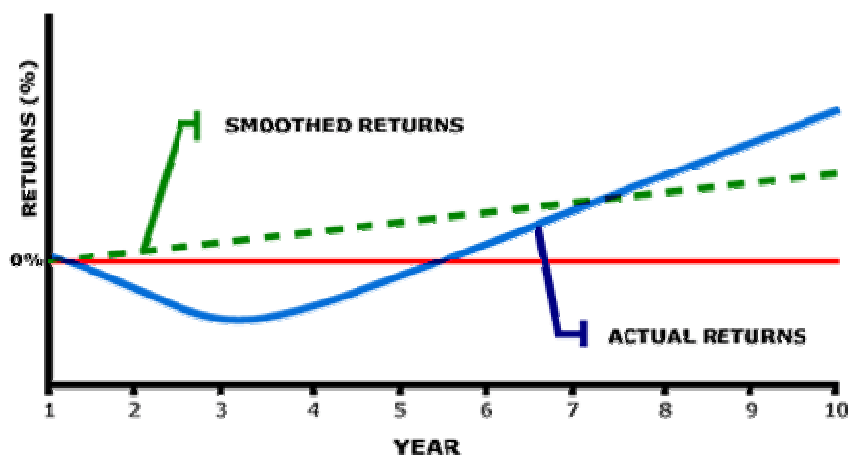
Fundo; **v)** deliberar sobre a emissão de novas quotas; **vi)** deliberar sobre o aumento na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do fundo; **vii)** deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembléia geral; **viii)** deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo; **ix)** deliberar sobre a instalação, composição, organização e funcionamento dos comitês e conselhos do fundo; e **x)** deliberar, quando for o caso, sobre requerimento de informações de cotistas.

Por ser instalada através de decisão da AGQ, o CI tende a ter funções variadas de fundo para fundo. No entanto, segue um exemplo de atribuições do CI determinadas pelo regulamento de um fundo: **i)** deliberar sobre a realização de chamadas pelo administrador para integralização de quotas; **ii)** deliberar sobre as propostas de investimentos, devidamente documentadas, apresentadas pelo administrador para integrarem o portfólio alvo do fundo; **iii)** deliberar sobre a proposta do administrador de reinvestimento, dentro do período de investimentos, do ganho de capital oriundo da liquidação de investimentos integrantes do portfólio alvo e do próprio capital integralizado pelos quotistas oriundos da mesma liquidação; **iv)** deliberar sobre a proposta do administrador de investimento adicional, fora do período de investimentos, em ativos integrantes do portfólio alvo; **v)** acompanhar o desempenho do fundo através da análise de relatórios fornecidos pelo administrador acerca do desempenho das empresas integrantes de sua carteira de aplicações; **vi)** deliberar sobre os desinvestimentos relativos ao portfólio alvo submetidos pelo administrador; **vii)** autorizar o investimento de recursos do fundo em ações de emissão de companhias emergentes inovadoras abertas via Bovespa Mais, e/ou ações de emissão de companhias emergentes inovadoras que sejam objeto de negociação no mercado secundário; **viii)** aprovar a baixa contábil parcial ou total de investimentos realizados pelo fundo, observado o disposto no regulamento; e **ix)** aprovar, para débito do fundo, despesas de auditorias fiscais, legais, contábeis, tecnológicas e ambientais e, ainda, custos de elaboração de contratos para a realização de investimentos do portfólio alvo, nos termos do regulamento.

4. A tese de investimento de um fundo de *venture capital*

Os investimentos de *private equity* apresentam retornos no formato de uma curva-J. Isto significa que, durante os primeiros anos do investimento, a predominância será de fluxos negativos seguidos, mais adiante, de elevados fluxos positivos. A figura abaixo demonstra a curva clássica de retornos internos de um fundo de *private equity*.

Gráfico 4.1: A Curva – J do *Private Equity*



Fonte: CalPERS (*California Public Employee's Retirement System*)

A predominância de fluxos negativos durante os primeiros anos do fundo é representativa tanto dos investimentos realizados, quanto dos gastos com taxa de administração e outras despesas. Na medida em que os investimentos começam a maturar, seus retornos implícitos começam a crescer mudando a inclinação da curva. No entanto, os retornos só começam a ser positivos na medida em que são efetivamente realizados através de desinvestimentos. Nos EUA, a prática de manter os investimentos realizados ao valor de custo, realizando a baixa contábil (*write down*) dos investimentos com desempenho ruim, e atualizando seus valores apenas no momento do desinvestimento, faz com que esta curva seja mais pronunciada. A atualização recorrente, tanto para cima quanto para baixo, dos valores das empresas investidas pode conferir certa suavização à curva de retornos. O ponto principal que deve ser entendido por esta curva é o fato de que os retornos só começam a ser efetivamente produzidos dentro de um período de 3 a 7 anos do início de operação do fundo.

A curva-J representa o desempenho geral do fundo. Deste modo, é relevante apresentar algumas das principais características dos fundos que determinam o modo de atuação destes.

A tese de investimento do fundo representa seu plano de ação para atingir o retorno esperado. A possibilidade de sucesso pode ser definida por uma análise dos fatores internos e externos da tese. Os fatores internos são regidos pelo capital humano do fundo em sua habilidade de execução da estratégia de investimento, em seu *track-record* profissional e em sua reputação. Os fatores externos são determinados pelo foco de atuação e estratégia de investimento do fundo e em sua credibilidade, junto aos investidores, de que as condições econômicas e de mercado fazem desta tese um investimento atraente.

4.1. A equipe do fundo

A equipe do fundo é um dos pontos-chave, pois é representativa do capital humano contratado. Não só a capacidade da equipe em executar a tese de investimento é avaliada, e isso é feito pela análise da capacitação acadêmica, *track-record* profissional e rede de contatos, como também sua reputação em relação a atitudes oportunistas. A relevância da equipe é tamanha a ponto de serem utilizadas cláusulas que vinculam a gestão do fundo a pessoas-chave da equipe (*key-person clauses*). Ou seja, caso a equipe-chave, ou indivíduo-chave, saia do fundo, os investidores têm a possibilidade de destituir a firma gestora da gestão do fundo. Isto é normalmente visto em fundos que possuem foco específico de atuação e a pessoa-chave, ou a equipe do fundo, possui notória *expertise* em tal foco (*e.g.*, um fundo com foco de investimento em empresas de *software* onde a pessoa-chave é o Bill Gates).

4.2. O foco de atuação e o processo de *screening*, seleção e análise

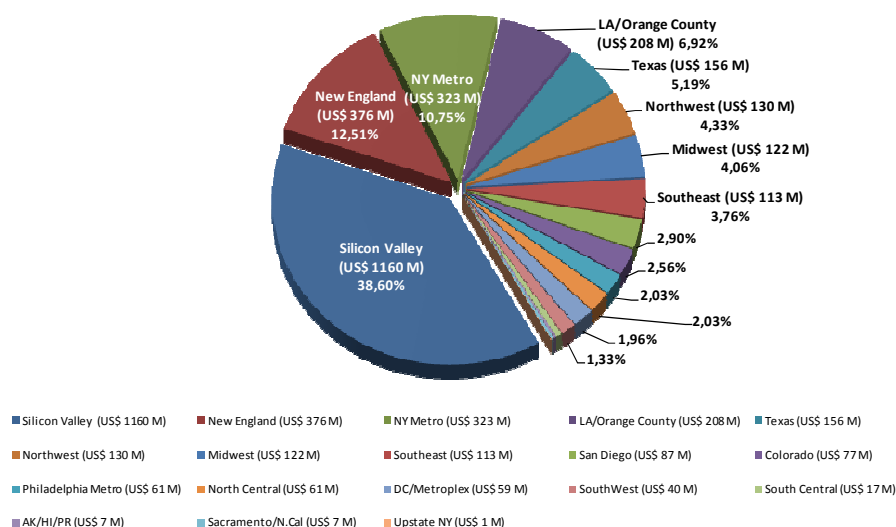
O foco de um fundo é de extrema importância para determinar o grupo de empresas que serão possíveis alvos de investimento. Este foco pode ser constituído por uma combinação de três características: localização geográfica, segmento de atuação na economia e tamanho das empresas (faturamento).

O foco geográfico representa a região de onde serão originadas as propostas de investimentos. Dada a natureza do *VC*, é importante que se escolha uma região com alto

dinamismo tecnológico e vocação empreendedora, pois estas tendem a concentrar um número significativo de empresas. Regiões que possuem arranjos produtivos locais (APLs, ou *clusters*) são característicos focos de atuação dos fundos por possuírem não só uma grande concentração de empresas, mas, também, pelo fato destas empresas terem claras vantagens competitivas geradas pela estrutura do próprio APL (a grande concentração de empresas de um mesmo segmento tende a atrair fornecedores e mão-de-obra específica, diminuindo, assim, os custos atrelados a atividade das empresas). Mesmo que a região escolhida não seja de alto dinamismo tecnológico, nem possua vocação empreendedora, a quantidade de empresas na região deve ser grande o suficiente para atender as necessidades do fundo em relação ao número de empresas aptas a receberem investimentos. Isto faz com que seja considerável o número de fundos que possuem foco multi-geográfico, pois isto lhes dá a liberdade necessária para buscar as melhores empresas existentes, e em quantidade necessária.

Abaixo segue um gráfico das principais regiões nos EUA que receberam investimentos de *VC* no primeiro trimestre de 2009 (Q1 2009). Este serve para demonstrar o fato de que regiões que possuem APLs tendem a concentrar este tipo de investimento. O melhor exemplo disto é o Vale do Silício que concentrou, neste período, 38,60% dos pouco mais de US\$ 3,0 bilhões de investimentos de *VC* realizados nos EUA. Estão apontadas as principais regiões que receberam investimentos, demonstrando, claramente, o foco em regiões de intensa atividade empresarial.

Gráfico 4.2.1: Investimentos por Região nos EUA em Q1 2009



Fonte: PricewaterhouseCoopers *Moneytree Report*

É relevante, neste momento, fazer um breve comentário sobre a questão da necessidade de proximidade geográfica entre o gestor e as empresas investidas. A presença do gestor na rotina das empresas investidas tende a diminuir de acordo com a evolução nos estágios de desenvolvimento nos quais as investidas se encontram. Empresas em estágios de desenvolvimento mais avançados já provaram a viabilidade de seu plano de negócios e, pelo menos em parte, a qualidade de sua administração, fazendo com que a presença constante do gestor na rotina da empresa não seja necessária. Normalmente estas empresas já possuem uma estrutura administrativa mais desenvolvida, o que permite ao gestor monitorar e intervir na empresa através de um assento no conselho de administração e não mais através de cargo na diretoria.

Empresas em estágio de desenvolvimento nascente (*early-stage*) apresentam uma necessidade de maior presença do gestor em sua rotina para dar direcionamento preciso tanto à atuação da empresa em seu mercado, como à sua administração. Isto ocorre porque, nestes casos, a principal motivação do investimento do fundo é, geralmente, o produto e não a empresa em si, já que esta não possui histórico de operação necessário para demonstrar ser um bom negócio. Em alguns casos, a principal motivação do investimento do fundo em uma empresa é o próprio empreendedor. Alguns empreendedores demonstram características invejáveis em suas habilidades para negócios, fazendo com que o gestor do fundo, mesmo acreditando que a empresa em si seja um negócio muito arriscado, decida investir por achar que seu empreendedor é capaz de obter sucesso no desenvolvimento da mesma.²⁵ Outra motivação para o gestor investir por causa do investidor pode ser a vontade de tê-lo presente e próximo em sua rede de contatos para, caso a empresa do empreendedor não dê certo, o gestor possa realocá-lo em outra empresa de seu portfólio.

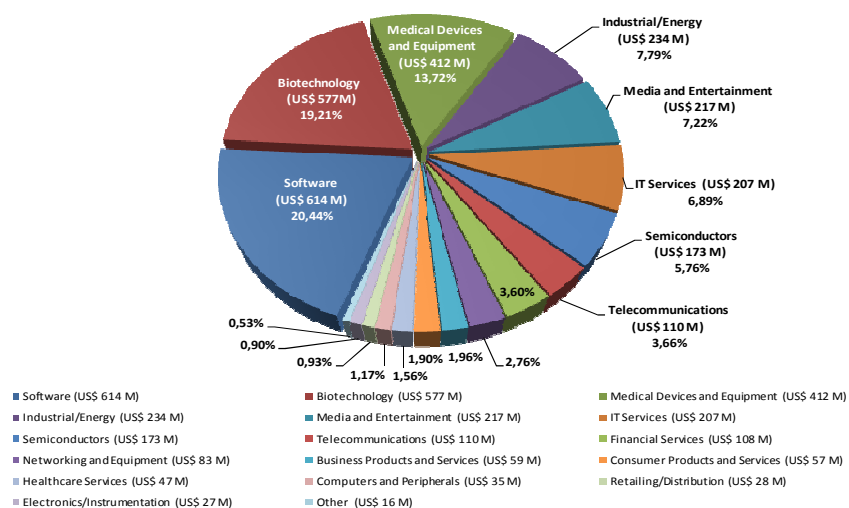
O foco por segmento de atuação, ou foco setorial, indica o setor ou setores nos quais o fundo pretende atuar. Os setores escolhidos pelos fundos de *VC* geralmente apresentam uma combinação de características como tecnologia de ponta, possibilidade de crescimento/expansão e possibilidade de consolidação do setor. Embora seja interessante que o gestor do fundo possua experiência relevante nos setores de atuação do fundo, o que possibilitaria a agregação de valor pelo gestor através de sua rede de

²⁵ Como referência, o trabalho desenvolvido por MacMillan *et al.* (1985) aponta, como principal preocupação na avaliação de empresas-alvo, a personalidade do empreendedor, no questionamento sobre se o “jôquei é o ideal para o cavalo” (sendo, obviamente, o jôquei, o empreendedor, e o cavalo, a empresa).

contatos e de seu conhecimento sobre o funcionamento dos respectivos mercados, isto não é obrigatório, uma vez que seu trabalho pode ser direcionado meramente à melhorias na administração das investidas. Ademais, uma quantidade significativa de fundos apresenta foco multi-setorial, indicando não só a improvável inexistência de experiência relevante do gestor, e de sua equipe, em todos os setores escolhidos, mas como, também, o aspecto de direcionamento dos investimentos de *VC* aos setores que apresentam grande quantidade de pesquisa e desenvolvimento aplicado (ao contrário de pesquisa e desenvolvimento puro). Ou seja, os investimentos de *VC* tendem a desempenhar um papel de fomento aos setores que se encontram em momento de transposição das pesquisas científicas a produtos comercializáveis. Isto possibilita a expectativa de rentabilidade advinda de crescimento, pois os investimentos são realizados em empresas que atuam em segmentos de franca expansão, seja criando novos mercados ou revolucionando mercados já existentes.

O gráfico abaixo demonstra a concentração dos investimentos de *VC*, também no primeiro trimestre de 2009 (Q1 2009), nos EUA. É perceptível a concentração de investimentos nos dois atuais setores líderes em expansão e desenvolvimento no mundo, *software* e biotecnologia, com, respectivamente, 20,44% (US\$ 614 milhões) e 19,21% (US\$ 577 milhões) do total de investimentos. Os outros setores mais relevantes estão explicitados no intuito de evidenciar a concentração dos investimentos nestes, dado que são todos setores em voga na economia mundial atual.

Gráfico 4.2.2: Investimentos por Setor nos EUA em Q1 2009



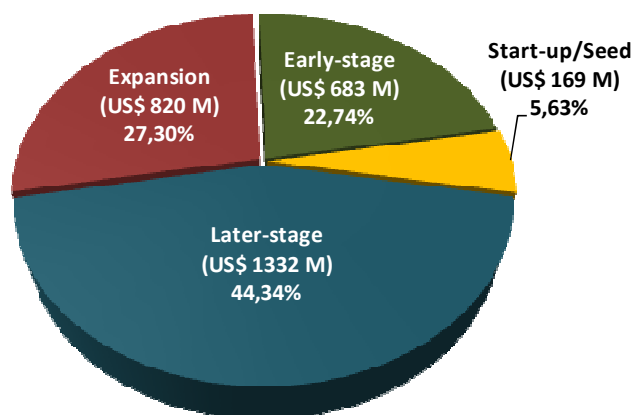
Fonte: PricewaterhouseCoopers Moneytree Report

A determinação de um foco sobre o tamanho das empresas pode ser utilizada para demonstrar o estágio de desenvolvimento das empresas que serão consideradas alvos de investimento, tendo em mente que o tamanho da empresa deve ser levado em consideração relativamente ao seu segmento de atuação. Este tipo de foco é relevante para determinar o tipo do fundo, tal como sendo de *early-stage VC* ou *growth VC* (*expansion VC*), por exemplo.

A atuação do gestor é caracterizada pelo estágio de desenvolvimento das empresas investidas. O que significa que fundos de *early-stage VC* auxiliarão as empresas investidas na criação de um mercado para seus produtos, visando rentabilidade através da exploração de novos mercados. Fundos de *growth VC* atuarão na consolidação dos mercados nos quais as empresas investidas atuam, buscando rentabilidade através da ampliação destes mercados. E fundos de *late-stage VC* tendem a visar a consolidação do segmento onde as investidas atuam, almejando adquirir rentabilidade através de ganhos de escala e aumento da participação de mercado das empresas com fusões e aquisições.

O gráfico abaixo demonstra a concentração dos investimentos de *VC* por estágio de desenvolvimento das empresas, mais uma vez, no primeiro trimestre de 2009 (Q1 2009), nos EUA. A concentração maior de investimentos em *later-stage VC* se deve ao fato destes investimentos caracteristicamente demandarem um volume maior de recursos.

Gráfico 4.2.3: Investimentos por Estágio de Desenvolvimento nos EUA em Q1 2009



Fonte: PricewaterhouseCoopers *Moneytree Report*

A congruência dos três focos apresentados determina o tipo do fundo, ou seja, por exemplo, um fundo de *early-stage VC* com foco em empresas do setor de tecnologia da informação (TI) localizadas no Vale do Silício. A coerência destes focos é significativa para a estratégia de investimento do fundo, significando que deve haver fundamentação para a afirmação sobre a existência, no Vale do Silício, de uma quantidade razoável de empresas de TI que se encontram em fase de desenvolvimento nascente. Caso contrário, a estratégia de investimento do fundo é inviável uma vez que não há um número suficiente de empresas, com o perfil desejado, aptas a receber investimentos. A determinação bem fundamentada dos focos do fundo permitirá que sejam realizados esforços precisos para a originação de um fluxo de propostas de investimentos (*dealflow*). Estes esforços serão traduzidos na criação de uma via (*pipeline*) pela qual as propostas chegarão ao gestor do fundo. Ou seja, a viabilidade da estratégia de investimento do fundo, no que toca a originação de possíveis investimentos, fica determinada pela existência de um *pipeline* com considerável *dealflow*.

A formação de um pipeline é o primeiro passo na prospecção de empresas para investimento. Uma vez estabelecido este, dá-se início ao processo de *screening*, seleção e análise das propostas recebidas. O trabalho empírico desenvolvido por Boocock e Woods (1997)²⁶ sobre o processo de *screening*, seleção e análise de propostas, utilizado por um fundo de *VC* no Reino Unido, representa uma valiosa contribuição neste assunto. Em sua revisão literária, ele apresenta os principais critérios de avaliação apontados em trabalhos anteriores e faz sua contribuição averiguando estes e adicionando outros. Tais critérios são divididos em seis grupos. O primeiro deles é referente aos critérios apontados dentre os requerimentos dos fundos de *VC*, que são relativos ao enquadramento das propostas dentro da tese de investimento do fundo. Sendo assim, são avaliados aspectos das empresas sobre sua localização geográfica, seu estágio de desenvolvimento, tamanho do investimento requerido, provisões financeiras para investidores, familiaridade dos membros do fundo com a tecnologia, produto e mercado e o potencial de desinvestimento.

No segundo grupo, que trata das características das propostas, foi apontado como critério se houve, ou não, necessidade de requisição ao empreendedor por informações adicionais. O terceiro grupo trata das características dos empreendedores e de suas

²⁶ BOOCOOCK, Grahame e WOODS, Margaret em “*The Evaluation Criteria used by Venture Capitalists: Evidence from a UK Venture Fund*” (1997), publicado no *International Small Business Journal* 1997;16;pg. 36-57.

equipes, sendo que foram apresentados como critérios a capacidade destes em avaliar os riscos potenciais atrelados as atividades de suas empresas, seus históricos e experiências profissionais, suas habilidades financeiras, administrativas e de marketing, suas capacidades em manter uma dedicação exclusiva e prolongada para com os objetivos da empresa, a eficácia em atender a demandas dos fundos por informações e o nível de participação societária dos empreendedores em suas próprias empresas. O quarto grupo apresenta os critérios sobre a natureza dos empreendimentos, que são relativos a considerações sobre os produtos das empresas frente aos mercados nos quais estão inseridos. No quinto grupo, que trata do ambiente econômico nos quais as empresas se encontram, é avaliada a atratividade destes mercados, seus respectivos potenciais de crescimento e os riscos/barreiras inerentes aos mesmos. O sexto grupo trata das estratégias de negócios das empresas e são avaliados tanto o grau de diferenciação dos produtos das empresas, como seu poder de monopólio sobre a produção e comercialização dos mesmos.

Além da apresentação dos principais critérios usados pelos fundos na avaliação de propostas de investimentos, Boocock e Woods apresentam os principais motivos para rejeição de propostas. Estes motivos são o produto do acompanhamento feito junto ao fundo de VC no Reino Unido durante seus primeiros dois anos de operação. Neste período, o fundo recebeu 232 propostas, sendo que, destas, somente 206 tinham passado, na data de corte, pelo processo total de *screening* e análise, e apenas 3 receberam investimentos. Dentre os motivos apontados para a rejeição de propostas, alguns se destacaram por sua maior frequência. O mais comum, representando 31% das propostas rejeitadas (o equivalente a 63 propostas), foi a falta de algumas informações relevantes nas propostas, aliada a avaliação subjetiva de que estas não mereciam averiguação mais profunda. Ademais, a baixa qualidade das propostas, pela omissão de certas informações, foi vista, pelos membros do fundo, como um reflexo da qualidade empreendedora dos próprios proponentes, apontando, claramente, a falta de atenção a detalhes relevantes. Em alguns casos, a falta informação pôde ser amenizada ou pela percepção dos membros do fundo sobre os mercados nos quais estas estavam inseridas, ou pela capacidade de diferenciação e monopólio que os produtos detinham (a falta desta capacidade foi responsável por 4% das rejeições, o equivalente a 8 propostas). O segundo motivo mais comum foi justamente a percepção de que as características do mercado no qual uma proposta se encontrava faziam com que esta não fosse atraente, representando 13% (26 propostas) das propostas rejeitadas. Empresas que se encontrava

em mercados muito fechados e especializados, maduros e saturados, invariavelmente tiveram suas propostas recusadas, por estas características serem impeditivas ao potencial de crescimento necessário.

Uma combinação de dois fatores foi responsável pela rejeição de um total de 15% das propostas (31 propostas). Tais fatores foram a inadequação do tamanho do projeto, ou investimento requerido, à tese de investimento do fundo, representando 8% do total de 15% das rejeições, e o estágio muito nascente das empresas proponentes, representando os 7% restantes dos 15%. A combinação se encontra no fato do fundo ter como meta investir o máximo possível, o mais cedo possível, visando a possibilidade de reinvestir os retornos obtidos dentro do período de investimento. Assim, como empresas em estágios muito nascentes normalmente possuem uma demanda por investimentos de pequeno porte, fora determinado um limite de 15% do patrimônio do fundo que poderia ser investido nestas. Em outros casos, alguns investimentos requeridos eram acima do volume apropriado para o fundo, mesmo quando considerada a possibilidade de co-investimento com outros investidores. Isto fez com que algumas boas propostas fossem descartadas.

Outros motivos apresentados tratavam da capacidade/experiência dos empreendedores na administração de seus próprios negócios e de fatores financeiros, representando, respectivamente, 6% (13 propostas) e 3% (5 propostas) das propostas rejeitadas. Embora este último não seja tão significativo na amostra, serviu como sinalizador de qualidade no que tange a capacidade de previsão de crescimento da empresa e a capacidade do empreendedor em conseguir outros investidores para co-investirem com o fundo. Mais uma motivação apresentada foi a avaliação das propostas como tendo riscos excessivos, sendo esta fruto de dúvidas sobre as propostas oriundas de outros fatores e também representando 6% das propostas rejeitadas.

O último motivo apresentado, embora não seja exatamente um motivo de rejeição, foi a desistência dos proponentes em adquirir recursos do fundo. Isto representou 11% das propostas (22 propostas) que não foram adiante no processo de investimento. Dentre as razões apontadas, duas merecem destaque. Uma delas foi a incapacidade dos empreendedores em atender as demandas do processo de *due diligences*, mesmo sendo, no caso deste fundo, reduzidos os custos atrelados a este procedimento devido tanto a parceiras feitas entre o fundo e as firmas provedoras dos serviços necessários para tal, como pelo fato dos próprios membros do fundo apresentarem o conhecimento necessário para realizar a *due diligence* pessoalmente. A outra razão foi a obtenção dos

recursos necessários em outras fontes, pois estas foram ou “mais baratas” ou mais rápidas em seu processo de avaliação do negócio. Esta última razão é deveras preocupante uma vez que, das 232 propostas recebidas, apenas três receberam investimentos do fundo. Isso representa uma razão “propostas recebidas/investimentos realizados” de 1,46%. Esta razão está próxima do padrão aparente apresentado por outros trabalhos, como o de Reid, Terry e Smith (1995) onde, de uma média de 550 propostas recebidas por ano por investidores de *VC*, apenas 15 receberam investimentos, representando uma razão de 2,73%.²⁷ Isto claramente demonstra dois pontos-chave na atividade de um fundo de *VC*. O primeiro deles é a necessidade dos fundos de *VC* possuírem *pipelines* bem estruturados e com intenso *dealflow*. O segundo é a necessidade de que se tenha um processo de *screening*, seleção e análise de propostas que seja, ao mesmo tempo, rápido e eficaz na distinção entre oportunidades boas e ruins.

A importância deste segundo ponto-chave advém da necessidade de realizar a quantidade de investimentos previstos dentro do prazo determinado, ou seja, dentro do período de investimentos. A quantidade de investimentos previstos, ou quantidade-alvo de empresas investidas, é parte essencial na estratégia de investimentos do fundo. Isto porque a determinação prévia desta quantidade na proposta do fundo é um dos fatores determinantes na previsão do fluxo de caixa do fundo, o que, por sua vez, irá fundamentar a taxa de retorno prevista para o fundo. Assim, se faz interessante, agora, explorar alguns aspectos de sua estratégia de investimento.

4.3. A estratégia de investimento

A estratégia de investimento indica a forma de atuação do fundo dentro do foco determinado. Esta comporta determinações sobre a quantidade de empresas a serem investidas, o investimento máximo e mínimo que pode ser realizado por empresa e por setor (no caso de fundos multi-setoriais), a participação máxima e mínima que pode ser adquirida nas empresas investidas, a estrutura pretendida para a realização dos aportes, a possibilidade de co-investimento e *syndication* e as estratégias de saídas contempladas como possíveis para as empresas a serem investidas.

²⁷ REID, Gavin C., TERRY, Nicholas G. e SMITH, Julia A. em “*Risk Management in Venture Capital Investor-Investee Relations*” (1995).

A quantidade de empresas a serem investidas é determinada pela avaliação subjetiva do gestor sobre sua capacidade de encontrar, negociar e aportar investimentos dentro dos focos determinados. Isto é compreendido pelas características dos focos, pelo *pipeline* e pela crença na eficácia do processo de *screening*, seleção e análise do fundo.

A determinação de parâmetros máximos e mínimos seja sobre o tamanho dos investimentos por empresa e por setor, seja sobre o percentual de participação societária que pode ser adquirida por empresa, é baseada na intenção de mitigação e diversificação de risco.

O estabelecimento de um teto de investimento por empresa visa impedir o gestor de aportar mais dinheiro, através de rodadas subsequentes de investimento (*follow-on funding*), em empresas com fraco desempenho na tentativa de “salvar” o investimento realizado anteriormente. Normalmente, o gestor só recebe sua parte no retorno dos investimentos (sua taxa de performance) após os investidores terem recebido o retorno sobre seu capital investido. Desse modo, a participação do gestor nos ganhos do fundo pode ser vista como uma opção de compra (*call option*), possibilitando o gestor a obter ganhos desproporcionais ao aumentar o risco do portfólio em detrimento à diversificação. O teto sobre o quanto pode ser investido por setor é utilizado para diversificar os riscos sistêmicos de cada setor, visando impedir a contaminação de todo portfólio do fundo por choques específicos de setores. Estes tetos normalmente são estabelecidos em termos percentuais do capital comprometido do fundo.

O motivo para se estabelecer uma limitação sobre o percentual de participação que pode ser adquirida em uma empresa é de mitigar possíveis problemas de principal-agente entre o fundo (o principal) e o empreendedor (o agente). Avalie uma situação onde, inicialmente, o empreendedor possui 100% das ações de sua empresa. Seu incentivo em adquirir benefícios privados à expensa de sua empresa é mínimo, pois cada R\$ 1 gasto pela empresa para lhe proporcionar algum benefício privado representa exatamente um custo de R\$ 1 para o empreendedor. Então, não há incentivo em adquirir benefícios privados à custa da empresa, já que lhe custará a mesma coisa se gastar de seu próprio dinheiro. No entanto, caso um investidor adquira 20% de participação na empresa, o gasto de R\$ 1 real em benefícios privados à custa da empresa, representará menos de R\$ 1 em custo para o empreendedor, aumentando seu incentivo em adquirir benefícios privados. Ou seja, quanto maior o percentual de participação adquirido por um investidor externo, maior é a propensão do empreendedor em desviar renda da empresa para si sob a forma de benefícios privados. Estes benefícios privados podem

ser desde gastos efetivos com, por exemplo, passagens aéreas de primeira classe em viagens de trabalho (ao invés de se adquirir passagens de classe executiva ou econômica) até uma redução na dedicação do empreendedor à administração da empresa (ele será incentivado a gastar menos tempo com trabalho e mais tempo com lazer). Esta hipótese de redução na dedicação do empreendedor possui algumas implicações relevantes. Em empresas de tecnologia de ponta e que se encontram em estágios muito nascentes, o papel do empreendedor original é essencial. Por, normalmente, não haver uma estrutura bem determinada na empresa, o empreendedor original tende a concentrar, em si, funções e conhecimento sobre o produto. Deste modo, é interessante que ele não se sinta incentivado a dedicar menos tempo à empresa, pois sua dedicação é crucial para o sucesso. Isto faz com que o percentual de participação ideal a ser adquirido pelos fundos nas empresas tenda a diminuir à medida que estas se encontrem num estágio menos desenvolvido.

Os investimentos de *VC* apresentam três pontos interessantes a serem analisados. Dois deles tratam da estrutura dos aportes do fundo, sendo eles a possibilidade de realizar o investimento em uma única parcela, ou distribuído em várias (*tranches* ou *rounds*), e quais valores mobiliários serão utilizados para realizar estes investimentos. Um terceiro ponto interessante é a possibilidade de co-investimento do fundo com outro investidor, seja ele algum investidor do próprio fundo, o gestor do fundo, outro fundo da mesma gestora ou outro fundo de outra gestora (este último é conhecido como *syndication*).

A utilização de valores mobiliários diferentes no processo de investimento em uma empresa reflete a intenção em gerar incentivos e mitigar riscos. Embora a natureza do *VC* seja de compartilhar os riscos do negócio investido, visando o *trade-off* entre risco e retorno, é comum que os investimentos não sejam realizados através da aquisição de apenas ações ordinárias. A estruturação do investimento, no que tange os tipos de valores mobiliários a serem utilizados, deve permitir que o investidor compartilhe os riscos sistêmicos do negócio com o empreendedor original, ao mesmo tempo em que mitiga parte dos riscos não sistêmicos. Ou seja, visando mitigar, por exemplo, riscos associados a atuação do empreendedor frente a administração da empresa, é recomendável que parte do investimento seja realizado através de valores mobiliários como *warrants*, opções, ações preferenciais e outros. Isto porque, por exemplo, ações preferenciais podem conter direitos diferenciados das ações ordinárias, tal como preferência por liquidez, o que garante, ao detentor de dito valor mobiliário, a

preferência no recebimento de seu retorno no caso de desinvestimento ou liquidação da empresa antes dos detentores de ações ordinárias. Outro exemplo são os *warrants* que podem ser emitidos pela empresa, quando da realização do investimento na mesma, para serem mantidos em reserva e ofertados aos membros da administração da empresa, da mesma forma como opções de ações, visando gerar incentivos a esses membros.²⁸

Outra maneira de mitigar os riscos associados a este tipo de investimento é realizar os aportes através de uma série *tranches*, ao contrário de realizá-los em um único aporte. A estruturação do aporte distribuído em *tranches* permite ao investidor realizar um melhor monitoramento da investida e possibilita-o de abandonar o investimento antes de realizar o volume total de investimentos pretendidos. O melhor monitoramento da investida é possibilitado pela determinação de *milestones* que devem ser cumpridos para que o novo aporte, a *tranche* seguinte, seja investido. Caso estes *milestones* não sejam atingidos dentro do prazo estipulado, restará ao investidor decidir se dará continuidade ao investimento, ou não.

Para se determinar a frequência dos novos aportes devem ser levados em consideração os custos de agência e monitoramento das empresas investidas, em contraste aos custos que podem ser incorridos pela atuação oportunista do empreendedor, em sua administração da empresa, através de extração de renda sob a forma de benefícios privados. Como os custos de monitoramento são altos, e este não pode ser realizado de forma contínua, a estrutura de *tranches* apresenta uma boa solução para averiguação de comportamento e desempenho. Assim, o tempo entre *tranches* e a intensidade do monitoramento devem ser inversamente relacionadas aos custos de agência esperados.

Os custos de agência estão diretamente relacionados à intangibilidade dos ativos da investida. Ou seja, quanto menos dependente de ativos intangíveis a empresa for, maior é a capacidade de verificação de seu desempenho pelo investidor e menor é o custo de monitoramento. Isto significa que um aumento nos ativos tangíveis da empresa, além de aumentar o colateral disponível aos investidores no caso de liquidação, acarreta em uma necessidade de menor frequência de monitoramento, maior tempo entre *tranches* e maior volume investido em cada *tranche*.²⁹

²⁸ Harvard business School, A Method for Valuing High-Risk, long-Term Investments : The VC Method

²⁹ O racional por trás da estruturação dos investimentos através de *tranches* também se aplica ao racional na determinação da ocorrência de *rounds* de investimento.

Nesta etapa de monitoramento das empresas investidas, uma maneira comum de reduzir os custos de monitoramento é a alocação de um membro da equipe do fundo no conselho de administração e/ou diretoria das investidas. Nesta posição, o gestor pode garantir a qualidade e frequência das informações provenientes das empresas através do estabelecimento de um monitoramento interno. Nesta hipótese, duas coisas devem ser levadas em consideração. A primeira é a proximidade geográfica entre a firma gestora e as empresas investidas, pois os custos incorridos na alocação de um membro da equipe do fundo em uma investida, que se encontra a grande distância da firma gestora, podem ser maiores do que os possíveis custos de agência, provenientes de um monitoramento menos frequente. A segunda é a composição do conselho de administração e o cargo de diretoria a ser ocupado, pois devem ser definidos de acordo com as necessidades de supervisão de cada empresa investida. Para tal, deve-se ter em mente que quanto maiores forem os riscos de agência, maior será a responsabilidade da atuação do conselho e da diretoria, e que quanto maior a participação acionária do gestor na firma, maior deve ser sua presença na investida.

O terceiro ponto a ser analisado sobre os investimentos de fundos de *VC* trata de co-investimentos e *syndication*. Co-investimento é o investimento conjunto em uma empresa por dois investidores. Neste ponto, na verdade, trataremos apenas das situações de *syndication*, reservando a análise dos aspectos de outras possibilidades de co-investimento para o capítulo que trata das cláusulas sobre formação, operação e governança dos fundos.

Podemos separar as motivações e implicações de *syndication* em dois casos. O primeiro trata da situação de *syndication* no primeiro *round* de investimento em uma empresa. O racional por trás desta prática se encontra na sinalização realizada por um gestor a outro. O trabalho de Lerner e Gompers (2004) aponta que, nesta situação, os gestores mais experientes costumam co-investir com seus pares de experiência equivalente. Esta é uma forma de obter validação da análise realizada sobre a proposta da nova empresa por um par considerado como igual. Isto permite a distribuição do risco do investimento com outro gestor de similar habilidade, que poderá agregar relevante *expertise*. Outra vantagem é a possibilidade de geração de provisões para o caso futuro de novos aportes na investida. Com o crescimento da investida, após o investimento inicial, a tendência é que se chegue a momentos onde a empresa necessitará de novos aportes de recursos para dar continuidade à sua expansão. Nestes momentos, com a empresa apresentando bom desempenho, é normal que o fundo que

investiu no primeiro *round* queira investir nestes novos *rounds*. No entanto, existe a possibilidade de que o investimento necessário seja maior do que o fundo pode prover, criando a necessidade de encontrar outros investidores. Com o investimento de outro fundo no primeiro *round*, essa necessidade pode não ocorrer pois já há um investidor apto a realizar o investimento necessário.

O segundo caso trata de *syndication* nos últimos *rounds* de investimento em uma empresa. A esta altura, o fundo que investiu em *rounds* iniciais não mais está buscando validação de sua decisão em investir na empresa, pois já verificou a qualidade da empresa. Nesta fase de maturação da empresa, existe a possibilidade de que o próprio empreendedor busque por novos investidores. Para tal ele oferecerá uma série de informações e projeções que podem ser comprometidas caso o cenário projetado não seja crível. A existência de um fundo de *VC* como acionista da empresa, e que investirá no novo *round*, pode mudar isto, pois a reputação que ele possui sinaliza a potenciais investidores que a empresa representa um bom investimento. No entanto, há o risco de atuação oportunista por parte do gestor deste fundo, gerando um problema de seleção adversa. Isto pode ser observado pela quantidade de ações disponibilizadas ao novo investidor. Se a empresa for realmente um bom investimento, é natural esperar que o investidor original, o fundo, queira dar continuidade a seu investimento aportando mais recursos, assim, disponibilizando menos ações ao novo investidor. Se a empresa não for um investimento realmente bom, é natural esperar que o contrário aconteça, ou seja, que sejam oferecidas mais ações ao novo investidor. A sinalização ótima do investidor original é manter constante sua participação percentual na empresa, oferecendo ao novo investidor o restante das ações que devem ser emitidas para que haja o investimento. Normalmente, nesta etapa, os gestores mais experientes não discriminam entre outros gestores menos experientes e mais experientes para o co-investimento. Uma das hipóteses sobre o incentivo de outros gestores em co-investir numa empresa que já se encontra em estágio avançado de desenvolvimento, apesar disto representar que seus ganhos com estes investimentos não serão extraordinários, é melhora de reputação. A capacidade dos gestores em captar novos fundos é fortemente influenciada pelo desempenho no passado, assim, especialmente no caso de gestores mais novos, a participação nestas empresas melhora seus *track-records* em investimentos de sucesso. Outra hipótese é que isto é o resultado de possível conluio entre os gestores, onde a possibilidade de co-investimento permite que mais gestores participem de investimentos bem sucedidos, fazendo com que não haja diferenças significativas entre seus *track-*

records, o que reduz o poder de barganha dos investidores durante o processo de captação de novos fundos.

Como já dito, os desinvestimentos de sucesso são importantes tanto por causa do retorno que geram como pelo aumento de reputação, que facilita a captação de novos fundos. Nisto configura-se a aquisição de experiência, por parte do gestor, em desinvestimentos bem sucedidos. Experiência que dará maior credibilidade à estratégia de saída vislumbrada quando da formulação da tese de investimento de um novo fundo. A estratégia de saída é um dos fatores mais relevantes na tese de investimento de um fundo, afetando todas as fases de seu ciclo de vida. Um exemplo disto é a concentração de investimentos em setores da economia que apresentam forte crescimento e expectativa de manutenção de tal tendência. No entanto, a realização dos desinvestimentos apresenta oportunidades para atuação oportunista por parte dos gestores. Por exemplo, vislumbrando uma maior margem de rentabilidade, o gestor pode, em sua atuação sobre as investidas, reduzir os gastos em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos para aumentar os lucros. Este tipo de ação pode afetar seriamente o desenvolvimento de longo prazo das empresas. Os trabalhos desenvolvidos por Lerner e Gompers (2004), sobre o cenário dos EUA, e por Tavares (2008), sobre o cenário nacional, apresentam evidências de que empresas que receberam investimentos de *private equity*, anteriormente a abertura de capital, apresentam retornos de longo prazo, pós-IPO, maiores do que as que não receberam. Isto corrobora a prática de desinvestimentos dos fundos de *private equity*, pois é dada a preferência por desinvestir através de oferta pública de ações por se acreditar que, nisto, os retornos alcançados são maiores. Algumas hipóteses que poderiam ser utilizadas para sustentar tal crença seriam o interesse dos gestores em manter a reputação construída, que seria afetada no caso das firmas terem desempenhos ruins, o trabalho de monitoramento realizado nas investidas, compreendendo desde melhorias no plano de negócios até estruturação, ou reestruturação, corporativa visando aumentar a qualidade da governança, e a rede de contatos dos gestores, que permitem a colocação privada de ações da empresa, em oferta pré-IPO, junto a investidores de maior porte que confeririam credibilidade à qualidade da oferta.

Quando os desinvestimentos ocorrem através da oferta pública de ações, é de praxe que os investidores do fundo recebam ações da empresa, ao invés de dinheiro. Isto ocorre porque os investidores possuem diferentes estratégias de alocação de recursos e, assim, ficam possibilitados de realizar o retorno quando melhor lhes couber. Nisto

configuram-se outros riscos de atuação oportunista por parte do gestor. Além da descrita acima, que deslocará renda dos investidores para o gestor, caso os investidores decidam reter as ações no longo prazo, é possível que os gestores também desloquem renda dos investidores ao influenciar a precificação das ações a serem ofertadas acima do preço justo. A transferência de renda ocorre quando a performance do fundo é calculada a um valor anterior ao que ficará sujeito as forças de mercado quando da abertura de capital. Assim, os gestores recebem sua performance baseada num valor que não poderá ser concretizado pelos investidores, pois a precificação foi acima do preço justo, o que fará com que o valor das ações caiam quando houver a abertura de capital, e os investidores receberam ações ao invés de dinheiro. Uma maneira de mitigar este risco é o estabelecimento de *lockup*³⁰ nos *IPOs*. Uma das vantagens do *IPO lockup* é impedir que haja um excesso de oferta de ações quando da oferta pública, pois isto provavelmente faria com que o preço das ações fosse fortemente reduzido. Outra vantagem é a possibilidade de mitigar o risco moral associado à assimetria de informação entre os acionistas originais e os novos investidores. Todos possuem as mesmas informações contidas no prospecto de oferta pública de ações, porém os acionistas originais possuem informações adicionais devido a sua atuação dentro da empresa. Há, também, a hipótese de que a demonstração de interesse dos acionistas originais no estabelecimento de um *IPO lockup* poderia influenciar positivamente a demanda pelas ações, pois isto seria uma sinalização ao mercado sobre a qualidade da empresa.

A experiência do gestor na execução de desinvestimentos apresenta outros aspectos relevantes. Gestores experientes tendem a possuir uma percepção mais apurada sobre qual é melhor estratégia de saída para cada empresa. Dependendo do setor, a melhor estratégia pode ser a abertura de capital ou a venda para investidor estratégico (geralmente, alguma empresa maior interessada na consolidação do setor), por exemplo. Ou seja, no caso de abertura de capital, os gestores mais experientes tendem a possuir um *timing* mais preciso sobre o momento em que deve ocorrer. Já os gestores menos experientes possuem motivo para atuar de forma oportunista, realizando a abertura de capital de uma investida, mesmo em cenários não ideais. Eles possuem como motivação o aumento de reputação e experiência. A abertura de capital precoce tende a influenciar negativamente o retorno das ações da empresa no longo prazo, no entanto, a execução

³⁰ *IPO lockup* obriga os acionistas pré-IPO a venderem suas ações apenas após determinado período de tempo após a oferta pública.

deste tipo de desinvestimento, poderá conferir frutos ao gestor num prazo mais curto, facilitando a captação de recursos para um novo fundo.³¹

³¹ Lerner e Gompers (2004), “*The Venture Capital Cycle*”.

5. Remuneração do gestor e outros custos

A análise de todas as variáveis da estratégia de investimento dentro do foco do fundo, e de suas projeções, determinará o volume de capital necessário para a realização da proposta e seu retorno esperado. Não obstante, o tamanho do fundo precisa ser coerente com a necessidade de remuneração do gestor para a realização do serviço contratado. Ou seja, sob certa ótica, o tamanho do fundo precisa ser tal que não extrapole a capacidade do foco de atuação em comportar tamanho volume de investimentos, ao mesmo tempo em que precisa ser grande o suficiente para gerar o volume de receita necessário, sob a forma de taxa de administração, à sua administração e gestão.

Existem algumas possibilidades de obtenção de receita por parte do gestor. Dentre elas, as principais são a taxa de administração e a taxa de performance. A primeira é prevista para custear os gastos do fundo na execução da proposta de investimento. A segunda é, idealmente, a principal fonte de remuneração do gestor por seus serviços prestados e está diretamente relacionada com o sucesso do fundo. Ambas as taxas podem ser utilizadas como parâmetros pelo investidor para inferir o alinhamento do gestor com o sucesso do fundo.

Neste capítulo, tomaremos como base as informações, definições e implicações descritas no relatório “*Private Equity Partnership Terms & Conditions*”, elaborado pela *Dow Jones*, com o intuito de estabelecer um parâmetro de comparação para as práticas da indústria de fundos de *venture capital* nacional, que serão introduzidas oportunamente.

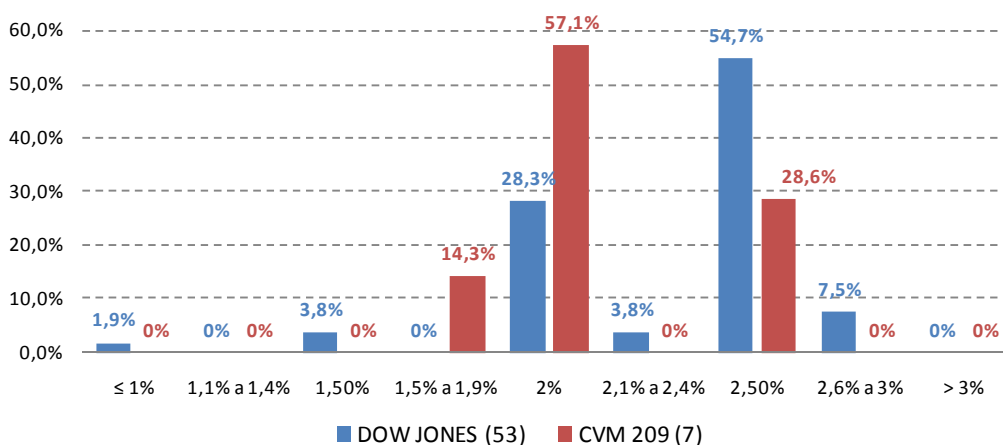
5.1. Taxa de administração e outros custos

Uma das principais preocupações dos investidores é em não permitir que o volume pago em taxa de administração, e outras receitas que não sejam a taxa de performance, crie uma situação confortável para o gestor de modo que ele não se sinta motivado a se esforçar na maximização dos investimentos do fundo. Como já descrito anteriormente, o processo de escolha, estruturação e acompanhamento dos investimentos é muito trabalhoso, o que possibilitaria ao gestor, caso lhe fosse pago uma alta taxa de administração, incorrer em prática oportunista ao não se esforçar ao máximo

na execução destas etapas. Idealmente, a taxa de administração deve ser tal que cubra, com pequena margem de excesso, os custos da atividade do fundo, alinhando o gestor e sua equipe com a taxa de performance através da busca pelo retorno máximo dos investimentos realizados. Nesta parte, buscaremos, em primeiro lugar, apresentar algumas das diferentes formas que têm sido utilizadas para o cálculo da taxa de administração e, em seguida, o tratamento que se tem dado a sobre quem incorrem certos custos do fundo.

A taxa de administração, em fundos de *VC*, é estabelecida como um percentual anual tendo como base para cálculo certo volume de capital do fundo. Apesar de haver certa variação no percentual utilizado, a predominância na prática internacional, como demonstra o gráfico abaixo, tem sido em 2,5% ao ano. Enquanto, nos fundos de nossa amostra, tem sido de 2,0% ao ano.³²

Gráfico 5.1.1: Qual a taxa de administração inicial?

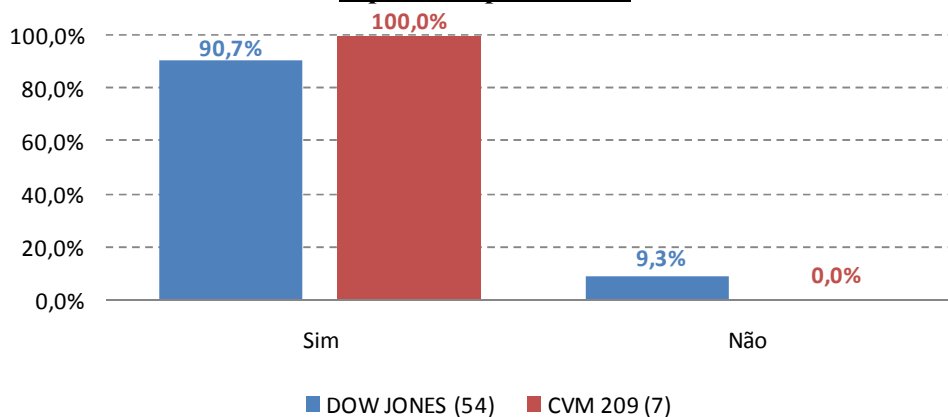


Normalmente, é determinado que a taxa de administração tenha como bases para cálculo volumes diferentes, do capital do fundo, em momentos diferentes. A prática mais usual têm sido de que ela tenha como base, durante o período de investimento, o capital comprometido do fundo e, após o período de investimento do fundo, o volume investido, líquido de desinvestimentos e baixas contábeis. O racional por trás disto é que, durante o período de investimentos, o fundo tende a incorrer em maiores custos devido a todo processo de prospecção e estruturação dos investimentos, o que justificaria a necessidade de um volume maior de recursos para o funcionamento do fundo. Após o período de investimento, como já não há mais a necessidade de

³² Os valores que aparecem entre parênteses, junto aos nomes das séries, representam o tamanho das respectivas amostras em cada gráfico.

prospecção e o processo de estruturação de investimentos é bastante reduzido (porque os fundos só são permitidos a realizar novos aportes em empresas já investidas), o uso do capital investido, líquido de desinvestimentos e baixas contábeis, como base para cálculo taxa de administração torna-se ideal, pois os gastos do fundo passam a ser gerados por demandas específicas do monitoramento das investidas e pelos custos operacionais do fundo. Embora haja algumas variações sobre a base de cálculo da taxa de administração após o período de investimento, o gráfico abaixo demonstra a quase universalidade na utilização do capital comprometido como base durante o período de investimento.

Gráfico 5.1.2: A taxa de administração inicial incide sobre o capital comprometido?



Outra possibilidade é a variação percentual da taxa de administração. Isto é mais utilizado quando a firma gestora possui, concomitantemente, outro fundo sob sua gestão. Uma das possibilidades desta variação é que os investidores de um novo fundo, que comece a operar antes que o fundo anterior termine suas atividades, negociem com o gestor que o percentual da taxa de administração deste novo fundo seja menor no início, aumentando gradativamente à medida que o percentual do fundo mais antigo diminui. De qualquer forma, o racional por trás desta variação é o mesmo da mudança na base de cálculo, ou seja, fazer com que a taxa de administração sirva como meio de financiar os custos das atividades dos fundos e não como renda para o gestor.

A prática internacional demonstra que, em 92,5% dos fundos, há alguma variação no percentual da taxa de administração, enquanto que nos fundos de nossa amostra isto ocorre em 100% dos casos. No entanto, o modo como isso ocorre nos fundos de nossa amostra é diferente. A variação percentual destes ocorre através da atualização, por índice de inflação, da base de cálculo durante o período de desinvestimento.

Existem algumas formas alternativas para o cálculo da taxa de administração. Uma delas é que seja feito um orçamento anual para as atividades do fundo, que deve ser aprovado pelos investidores. Esta forma faria com que, de fato, a taxa de administração fosse destinada apenas às atividades do fundo. No entanto, alguns problemas como, por exemplo, discordância dos investidores sobre certos gastos a serem realizados e o tempo e trabalho demandado para a elaboração de tal orçamento, fazem com que esta não seja uma forma muito utilizada. Outra forma, também pouco utilizada, é que ela tenha como base, desde o início, apenas o capital investido e comece a ser paga somente quando da realização do primeiro investimento do fundo. Apesar disto criar um vínculo direto entre a taxa de administração e a atividade do fundo, a vontade do gestor em começar a receber logo a taxa de administração pode fazer com que ele realize investimentos sub-ótimos.

Apesar de não serem comuns em fundos de *VC*, existem outras formas de obtenção de receita por parte do gestor que merecem menção. Essa receita é gerada através da cobrança de taxas de originação (ou transação), desistência (*break-up fee*), monitoramento, consultoria e “*investment banking*” sobre as empresas investidas. A taxa de originação é uma cobrança relativa ao trabalho da gestora na obtenção de recursos, análise, negociação e estruturação do investimento na empresa-alvo. A taxa de desistência é, normalmente, parte integrante do acordo de investimento, prévio ao contrato de investimento, realizado entre a gestora e a empresa-alvo estabelecendo que, caso o investimento não venha a ocorrer, será cobrada da empresa-alvo uma taxa pela desistência do negócio. A cobrança de uma taxa de monitoramento é referente aos serviços prestados pela gestora, à investida, no monitoramento da empresa. A taxa de consultoria trata da cobrança de qualquer serviço adicional de consultoria, extra monitoramento, que a gestora venha a proporcionar a investida. Esta é mais comum quando a gestora aloca algum executivo na empresa (*executive-in-residence*) para que ele possa fazer um acompanhamento na rotina desta. A taxa de *investment banking* é cobrada quando a gestora realiza qualquer operação para a investida que seria, normalmente, realizada por um banco de investimento.

Os direitos sobre os recursos advindos destas taxas são motivo de negociação constante entre gestores e investidores. A ótica do investidor é que os gestores são contratados justamente para realizar estas atividades e que estas receitas representam uma terceira fonte de recursos para o gestor (além das taxas de administração e performance), possibilitando que ele atue de forma oportunista ao realizar investimentos

sub-ótimos em busca destas. Assim, quaisquer receitas advindas disto deveriam ser distribuídas entre gestores, pelo tempo e trabalho dedicado na execução destas, e investidores, pelo fato de que as receitas são geradas a partir de investimentos realizados com seus recursos.

Outro tópico de negociação recorrente, entre os gestores e os investidores, trata de alguns custos associados à atividade do fundo. A estruturação, organização e operação de um fundo implicam em custos, tais como, com advogados, registro junto ao órgão regulador, formação de *pipeline*, monitoramento das investidas, viagens consultores externos, conselhos internos, realização de reuniões dos investidores (assembléias gerais de quotistas ou *investors' meeting*, no caso das *LPs*) e custos incorridos na análise e estruturação de investimentos que não se concretizam.

A estruturação e organização dos fundos implicam, principalmente, em custos relacionados à contratação de advogados para elaboração do regulamento e contrato de investimento, entre outros, registro junto ao órgão regulador, confecção de prospecto para a captação de recursos, além do processo de captação em si, e formação de um *pipeline*. Esses custos são incorridos pelo gestor e seu ressarcimento é ponto de negociação. Normalmente, são negociados quais custos qualificam ao ressarcimento e quanto será ressarcido. A qualificação dos custos varia de fundo para fundo, já o volume de ressarcimento é, em geral, limitado a um percentual entre 0,5% e 1,0% do capital comprometido. Esta limitação também é imposta sobre custos incorridos na organização de reuniões dos investidores, sendo que, na prática internacional, estes custos são cobrados dos fundos em 80% casos e, em nossa amostra, 100% dos casos. Tal limitação aparece em 78,4% dos fundos de *VC*, na prática internacional, enquanto que este valor é de 100% nos fundos de nossa amostra.

Os custos incorridos na formação de um *pipeline*, considerados custos pré-operacionais, podem ser ressarcidos de duas maneiras, caso o sejam. Uma delas é a inclusão destes nos custos de estruturação e formação do fundo. Outra forma é pela cobrança de uma taxa de ingresso no fundo. A cobrança de uma taxa de ingresso é prática comum internacionalmente, mas, apesar de ser prevista nas ICVM 209 e ICVM 391, não nos fundos de nossa amostra. Ela normalmente é cobrada por fundos que possuem histórico de retornos acima do mercado, ou seja, os investidores aceitam pagar uma taxa, para que possam investir no fundo de uma gestora, por acreditarem que as possibilidades de retorno deste são acima do mercado. No entanto, também pode ser aplicada a ótica de que tal taxa é cobrada pela qualidade do *pipeline* do fundo (um

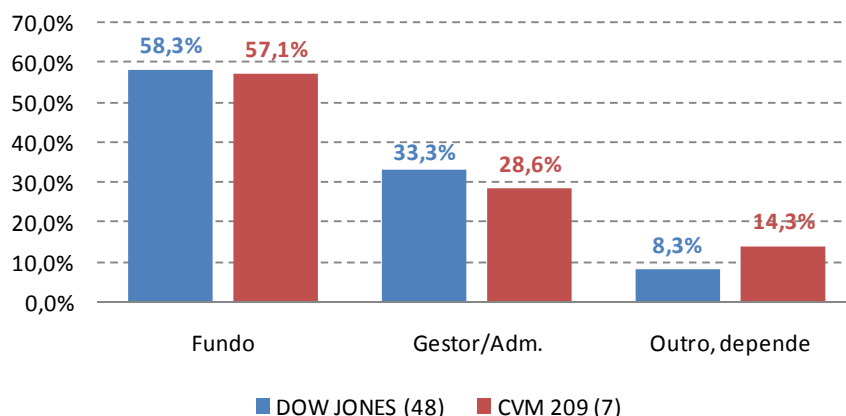
exemplo disto seria se um fundo tivesse exclusividade sobre potenciais empresas-alvo no Vale do Silício), pois, sendo o *pipeline* um dos principais fatores determinantes na possibilidade de sucesso de um fundo, seria coerente que o gestor cobrasse algo extra de seus investidores por isto.

Outros custos relacionados à originação e monitoramento das empresas investidas, viagens e conselhos internos são incorridos, predominantemente, pelos gestores dos fundos, tanto na prática internacional quanto nos fundos de nossa amostra. A ótica por trás disto é que a taxa de administração é pagas para custear estas atividades. Não é incomum que os fundos contratem consultores externos para auxiliar na análise de alguma empresa-alvo, especialmente o caso de fundos com foco multi-setorial. A prática internacional apresenta um equilíbrio em relação a que parte incorre nos custos associados a isto, sendo que em 44,9% dos casos eles ficam a cargo do fundo e em 42,9% a cargo da gestora. Já os fundos de nossa amostra apresentam este ponto como sendo negociável em qualquer situação. Apesar de ser prevista, em regulamento, a possibilidade de que o fundo arque com tais custos, os investidores preferem manter o direito não aceitar arcar com estes através de votação em alguma instância de governança. O racional disto é que, caso os investidores acreditem que o serviço de consultoria contratado é algo que poderia ser executado pela própria equipe da gestora, eles preferem não arcar com os custos por já estarem pagando a taxa de administração.

No processo de análise e estruturação dos investimentos podem ocorrer despesas com auditorias fiscais, legais, contábeis, tecnológicas e ambientais e com a elaboração de contratos, sendo normalmente incorridas pelo gestor.³³ No entanto, como existe a possibilidade de desistência do investimento (*broken-deal*), tanto pela empresa como pelo fundo, se faz necessária a previsão sobre quem deve arcar com os custos caso isto aconteça. O gráfico abaixo demonstra que em mais de 50% dos fundos, em ambas as amostras, no caso dos *broken-deals*, os investidores concordam em arcar com os custos.

³³ É comum que, caso ocorra o investimento, estes custos sejam compartilhados entre a gestora e a empresa investida.

Gráfico 5.1.3: Sobre quem incorrem os custos de *broken deals*?



5.2. Taxa de performance

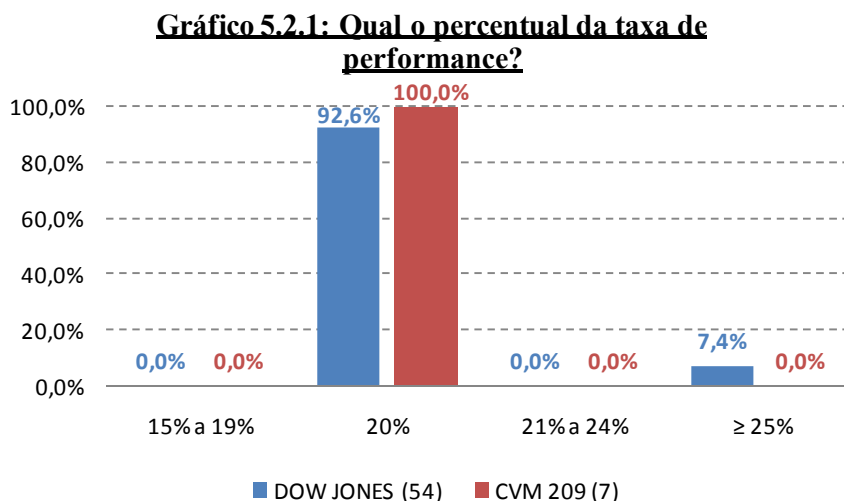
A taxa de performance (*carried interest*), que é a participação do gestor no lucro do fundo, é o principal instrumento que pode ser utilizado para alinhar o gestor com o retorno do fundo. Isto se dá porque ela é representativa dos maiores ganhos possíveis que o gestor pode obter e só é paga no caso de sucesso do fundo. A forma como seu cálculo é estruturado possui uma série de implicações que podem possibilitar o gestor a atuar de forma oportunista. Para analisarmos isto, no entanto, é interessante que comecemos com uma estrutura simples.

Imagine um fundo de \$100 milhões, com duração de 8 anos, período de investimento de 4 anos, taxa de administração de 2% ao ano sobre o capital comprometido durante toda a vida do fundo e sem possibilidade de reinvestimento. Isto significa que só será possível investir, no máximo, \$84 milhões do capital do fundo (o restante deve ser pago a título de taxa de administração) e que isto deve ser feito nos 4 primeiros anos de vida do fundo. Imagine que, até o término do período de investimento, o gestor tenha investido em 4 empresas, sendo uma por ano ao valor de \$ 21 milhões cada, e que, no período de desinvestimento, ele tenha realizado um desinvestimento por ano por \$ 50 milhões, pela primeira empresa, \$ 75 milhões pela segunda, \$30 milhões, pela terceira, e \$ 10 milhões pela quarta. Ou seja, no desinvestimento das três primeiras empresas ele obteve ganhos, mas a quarta empresa representou uma perda do capital investido. Assim, ao investir \$84 milhões ele obteve,

em 8 anos, \$ 165 milhões, o que significa uma taxa interna de retorno (TIR) de 21%, ou um múltiplo de investimento agregado de 1,96 vezes o capital efetivamente investido.

Supondo que a taxa de performance do gestor seja de 20% sobre o lucro do fundo, a primeira questão que aparece é se a performance deve ser calculada sobre o retorno agregado, ou sobre o retorno individual de cada investimento. Caso fosse sobre o retorno agregado, o gestor teria direito a \$ 16,2 milhões a título de performance e, caso fosse sobre cada investimento individualmente, ele teria direito a \$ 18,4 milhões, implicando em uma diferença de \$ 2,2 milhões. Esta diferença ocorre porque, no primeiro caso, a perda de \$ 11 milhões, que é o valor perdido com o investimento na quarta empresa, é computada na base de cálculo da performance, enquanto que, no segundo caso, como a performance só é paga nos casos de sucesso, o gestor não sofre penalização pelo fracasso do quarto investimento. Atualmente, a prática mundial é de que a performance seja calculada de forma agregada, justamente para evitar esta transferência de renda entre investidores e gestor.

Um ponto passível de negociação é o percentual da taxa de performance. O gráfico abaixo demonstra que a predominância, tanto na prática internacional quanto na dos fundos de nossa amostra, é de uma taxa de 20% sobre os lucros.



Há, no entanto, a prática em determinar que o *carried interest* varie de acordo com a performance, tendo como base alguma meta de TIR ou múltiplo de investimento. Isto pode ser visto como um tipo de sinalização do investidor em relação a quanto ele exige receber para que conceda um prêmio de performance. Como já vimos, sem variação, o cálculo da performance dita que o gestor tem direito a 20% de todo o retorno obtido, que ultrapasse o capital investido, pelo fundo. Caso seja estipulado que o *carried*

interest irá variar de acordo com a TIR obtida, isto poderia ser feito, por exemplo, estipulando que, caso o retorno obtido represente uma TIR acima de 21%, o gestor passe a ter direito a 25% dos lucros obtidos. Da mesma forma, caso seja utilizada base de múltiplo de investimento, a regra poderia ser feita ditando que caso o retorno obtido ultrapasse em 1,96 vezes o capital investido, o gestor passe a ter direito a 25% dos lucros obtidos. Uma implicação negativa da utilização da TIR como base é a possibilidade de o gestor executar desinvestimentos muito cedo, visando obter o prêmio em detrimento de maiores ganhos no longo prazo. Por isso, caso seja utilizada a TIR como base, é importante que os investidores possam interferir em como a TIR é calculada e como os investimentos são avaliados.

Uma questão que gera conflitos entre os investidores e o gestor é a determinação de quando o gestor começa a receber sua taxa de performance, pois ambos reconhecem a desvalorização temporal do dinheiro. Esta discussão tem como determinante qual base será utilizada para o cálculo da taxa de performance. As três bases mais comuns são uma parte do capital efetivamente contribuído, utilizado para a realização dos investimentos, todo o capital efetivamente contribuído e todo o capital comprometido pelos investidores ao fundo. Ou seja, usando o exemplo dado acima, no primeiro caso, ao desinvestir da primeira empresa deveria retornar \$ 21 milhões aos investidores, sendo o restante dividido entre os investidores e os gestores de acordo com a regra de distribuição dos lucros. Um problema disto que é, caso nenhum dos outros investimentos produzisse retorno, o gestor teria recebido uma taxa de performance a qual ele não tem direito. Para remediar isto é comum que haja cláusulas, no regulamento do fundo, que estipulem e garantam a devolução de quaisquer recursos que o gestor tenha recebido e que não respeitem a proporcionalidade da distribuição (essas cláusulas são conhecidas como *general partner clawback*). O segundo caso estipula que o gestor só deve começar a receber sua taxa de performance após ter devolvido todo o capital contribuído ao fundo até a data da distribuição dos retornos obtidos, nisto estão inclusos tanto os recursos utilizados para realizar os investimentos quanto os utilizados para o pagamento da taxa de administração e outros custos. O terceiro caso determina que o gestor só receba a taxa de performance após ter devolvido todo o capital comprometido do fundo, mesmo que nem todo tenha sido utilizado.

A prática internacional aponta que o primeiro caso é o mais comum, tanto nos fundos de *VC* como nos de *buyout*, representando 39,2% e 67,2% dos casos, respectivamente. Já os fundos de nossa amostra apresentam, em 100% dos casos, uma

estrutura como a do segundo caso, da mesma maneira que em 33,3% dos casos na prática internacional. Nos fundos de nossa amostra é apresentada uma fórmula para tal cálculo onde fica determinado que a taxa de performance (Tx.Perf.) é igual ao saldo resultante da distribuição que está sendo realizada (D_t) na data (t) , menos o valor do capital contribuído até a data (CC_{n+t}) (onde “n” representa todas as datas anteriores a “t”), mais o valor distribuído anteriormente (DA_{t-n}), multiplicado pelo percentual de distribuição da taxa de performance (Tx. Perf.%).³⁴ O motivo por trás disto é a preferência dos investidores em receber todo o capital contribuído antes de distribuir parte do retorno ao gestor, dado o perfil de risco deste tipo de investimento. Apenas 23,5% dos fundos na prática internacional utilizam o terceiro caso, enquanto que 11,8% utilizam alguma outra base.

Além das questões apresentadas acima, existe a possibilidade de se exigir do gestor uma taxa de retorno mínimo sobre os investimentos antes que ele possa receber a taxa de performance. Esta exigência ajuda a garantir que o gestor só receba taxa de performance sobre os investimento de sucesso. Este retorno mínimo exigido (também conhecida como indexador, *priority return*, *preferred return*, ou *hurdle rate*) incide sobre os valores da base de cálculo escolhida para a determinação da taxa de performance. Ou seja, por exemplo, no segundo caso apresentado, onde $Tx. Perf. = (D_t - (CC_{n+t} - DA_{t-n})) \times Tx. Perf. \%$, os valores de CC_{n+t} e DA_{t-n} são atualizados pelo indexador entre as datas respectivas de realização até data (t) da nova distribuição. No entanto, a cobrança de *hurdle* pode induzir a alguns problemas na seleção dos investimentos. Nos casos onde o foco do fundo é sobre empresas em estágio muito nascente, que apresentam um perfil de maior risco, a exigência de retorno mínimo pode fazer com que o gestor, em sua busca por atingir o *hurdle*, invista em empresas que apresentam riscos reduzidos, o que provavelmente implicará em retornos também reduzidos. E mesmo que o gestor não faça isto e invista em empresas com risco adequado ao foco, existe a possibilidade de, caso as primeiras investidas não obtenham sucesso, o gestor vir a realizar investimentos posteriores com maiores riscos em busca de maiores retornos, a fim de atingir o *hurdle*.

A prática internacional aponta que apenas 42,3% dos fundos possuem exigência de taxa de retorno mínima, sendo esta gira em torno de 8%. Enquanto que 100% dos fundos de nossa amostra possuem tal exigência, sendo que este indexador é

³⁴ Ou seja: $Tx. Perf. = (D_t - (CC_{n+t} - DA_{t-n})) \times Tx. Perf. \%$

invariavelmente composto por dois componentes, sendo um deles um indexador de inflação (geralmente o IPCA) e o outro um custo de oportunidade do capital investido (girando em torno de 10%).

A exigência de que o gestor atinja um *hurdle*, para que possa começar a receber a taxa de performance, pode gerar uma distorção na distribuição dos lucros. Uma vez que a base de cálculo para tal distribuição ocorre em, por exemplo, um dos três casos apresentados acima, o pagamento do indexador aos investidores diminui o lucro a ser dividido. Assim, na prática internacional, em 88,2% dos fundos de *VC*, é comum que seja estipulada uma cláusula permitindo ao gestor “alcançar” a sua proporção devida nos lucros. Esta cláusula é conhecida como *catch-up* e determina que, uma vez alcançado o *hurdle*, os lucros são distribuídos em maior proporção ao gestor até que ele atinja sua proporção devida. Os fundos de nossa amostra não apresentam esta cláusula, mas, também, a eles só é conferida taxa de performance sobre o que exceder o capital contribuído atualizado pelo indexador.

6. Cláusulas sobre Formação, Operação e Governança dos Fundos

A estrutura de um fundo, no que toca as relações entre investidores e gestores, é contemplada por um contrato entre as partes prevendo cláusulas e *covenants* que atribuem e limitam os direitos de ambos. Embora tal contrato preveja as instâncias de governança de um fundo, caracterizando os atores e suas capacidades e limitando a ingerência dos investidores na atuação operacional do fundo, seu principal foco é estabelecer legalmente instrumentos que limitem a possibilidade de atuação oportunista por parte do gestor e assegurem a eficiência alocativa dos recursos do fundo (o que inclui, além dos recursos financeiros, o capital humano).

Assim, é relevante apresentar tanto estes instrumentos utilizados para mitigar tais problemas, como os principais determinantes da quantidade de cláusulas usadas. Ao tratarmos das cláusulas, usaremos como parâmetro para comparação algumas das cláusulas, suas definições e implicações apresentadas no relatório “*Private Equity Partnership – 2007*”, elaborado pela *Dow Jones*, introduzindo informações sobre a prática nacional, oriundas da interpretação das cláusulas constantes nos regulamentos dos fundos de nossa amostra.

6.1. Determinantes da Utilização de Cláusulas

O trabalho de Lerner e Gompers (2004) aponta duas hipóteses como principais determinantes da utilização de tais cláusulas. A primeira hipótese leva em consideração o balanço entre os custos de negociação, desenvolvimento e coação e os benefícios advindos da limitação da atuação oportunista do gestor. Em sua atuação como gestor, o *venture capitalist* obtém compensação monetária e benefícios privados. O problema se encontra na atuação oportunista do gestor em busca de benefícios privados em detrimento aos interesses dos investidores.

Um benefício natural, conquistado pelo gestor quando atinge o sucesso em sua gestão do fundo, é o aumento da reputação de sua reputação, o que lhe permitirá ter mais facilidade na captação de recursos para fundos subseqüentes. No entanto, sua busca por reputação pode levá-lo a tomar atitudes que extraiam renda do investidor, aumentando sua reputação e diminuindo o retorno dos investimentos. Um exemplo disso seria a realização de operações alavancadas, pois estas potencialmente reduzem o retorno do investimento, mas, em caso de sucesso, aumentam a reputação do gestor e a

probabilidade de que ele consiga, no futuro, estruturar um fundo especializado em *leveraged buyout* (LBO).

As cláusulas, em geral, visam mitigar a possibilidade de extração de extração de renda do investidor sob a forma de benefícios privados para o gestor. O aspecto monetário não entra em questão, pois, apesar da sensibilidade do gestor à sua compensação monetária poder induzi-lo ao alinhamento com a maximização do retorno dos investimentos, a maximização buscada pelo gestor em sua compensação monetária e de reputação o leva a uma fronteira pareto eficiente com múltiplas possibilidades de contratos. Ou seja, o nível de retorno esperado dos investimentos não pode ser melhorado sem que haja uma redução nas possibilidades de aumento da reputação do gestor.

A segunda hipótese coloca as condições de oferta e demanda por serviços de investimento em *VC* como um dos determinantes da quantidade de cláusulas utilizadas. Como a oferta de serviços deste tipo, por gestores experientes, pode ser considerada fixa no curto prazo (isto porque tais gestores são poucos e nem todos captam recursos ao mesmo tempo), aumentos na demanda por tais serviços tendem a implicar numa redução do número de cláusulas a serem utilizadas. Isto ocorre porque o aumento na demanda, com a oferta fixa, faz com que os investidores estejam mais propensos a ceder parte de sua renda ao gestor para que ele acomode a demanda, sendo que o preço cobrado pelo gestor é a redução do número de cláusulas restritivas sobre sua atuação já que a compensação monetária é *benchmark*. Devemos considerar também que, dado o fato dos fundos serem substitutos imperfeitos uns dos outros, os possíveis ganhos gerados com a competição entre gestores não são totalmente alocados aos investidores.

Com estes determinantes apresentadas, podemos agora voltar nossa atenção para as cláusulas mais comumente usadas, atualmente, na estruturação de um novo fundo de *VC*.

6.2. Cláusulas sobre Formação e Operação de um Fundo

- **Tamanho do Fundo:**

Em épocas de grande liquidez no mercado, a busca por investimentos em *private equity* tende a aumentar. Isto faz com que fique mais fácil para os gestores captarem recursos para seus novos fundos. Esta situação pode levar o gestor a acomodar a demanda, visando um aumento em sua receita de taxa de administração, e possível

maior retorno do fundo, aceitando um volume de investimento maior do que o planejado inicialmente (*oversubscription*).

No entanto, a *oversubscription* do fundo traz potenciais problemas aos investidores iniciais. Além do risco do gestor não conseguir investir todo o capital de acordo com a estratégia de investimento delineada previamente, há a possibilidade de, por causa da pressão em ter que investir um volume acima do planejado, o gestor realizar investimentos mais rápido, ou maiores, do que está acostumado, podendo levá-lo a realizar investimentos ruins.

Assim, é comum haver cláusulas limitando o tamanho do fundo. Da mesma maneira, há cláusulas que estipulam um volume mínimo de captação para que o fundo possa entrar em operação. Isto é feito para impedir o gestor a iniciar o funcionamento do fundo sem recursos suficientes para a devida execução da estratégia de investimentos.

Cláusulas deste tipo são padrão em fundos de *VC* no mundo inteiro, sendo que, em nossa amostra, os fundos possuem tamanho limitado pela determinação em regulamento sobre a quantidade de quotas que podem ser emitidas, seus valores e prazos para subscrição. Também, são determinados os volumes mínimos de subscrição para que o fundo possa entrar em funcionamento.

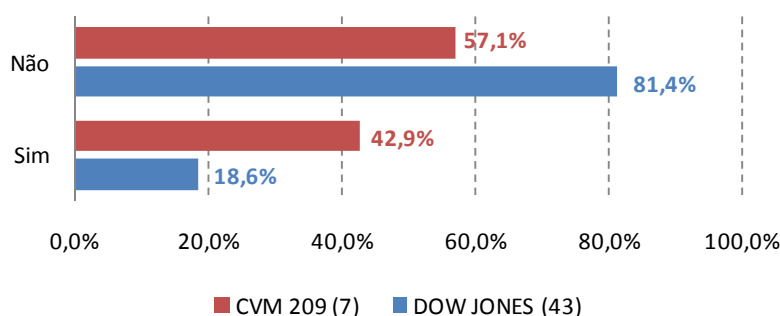
- **Período de Captação:**

A duração do período de captação de um fundo é normalmente limitada devido aos interesses dos investidores iniciais. A ótica por trás disso é limitar o período durante o qual estes investidores possuem dado volume de capital comprometido em um ativo de risco. A prática das *LPs* é utilizar cláusula delimitando este período. Já nos fundos constituídos sob a ICVM 209, a própria instrução dita que as quotas emitidas possuem prazo de subscrição máximo de 365 dias contados da data de constituição do fundo junto a CVM, sendo as quotas emitidas, mas não subscritas, canceladas após tal prazo. Nestes, é, também, uma prática comum que nos contratos de investimento, que são firmados antes da subscrição efetiva das quotas visando garantir o compromisso de investimento no fundo, seja estipulada a duração máxima do período de captação. Existe, no entanto, a possibilidade de se prever nova captação através de emissão adicional de quotas de acordo com forma e período estipulado previamente em regulamento.

- **Reabertura para captação:**

Quando o gestor consegue investir o capital do fundo mais rápido do que o previsto, pode tornar-se interessante a possibilidade de reabrir o fundo para novas captações. Apesar de 81,4% dos fundos de VC da base internacional e 57,1% dos fundos de nossa amostra não permitirem isto, alguns fundos possuem provisões para que tal situação seja aprovada em AGQ ou CI (*advisory board* no caso das LPs). Dentre estes, a prática predominante no caso de novas emissões é que elas sejam realizadas até um ano após a data de início de funcionamento do fundo, embora exista um caso onde o prazo para novas emissões é de até 6 meses antes do término do período de investimento.

Gráfico 6.2.1: O Fundo pode ser reaberto para captação?



É relevante, neste momento, apresentar algumas resoluções, previstas em regulamento, para o caso da entrada de novos investidores quando o fundo já está em funcionamento. Por exemplo, no caso de um novo investidor entrar no fundo após este já ter realizado algum investimento, é comum que o novo investidor tenha que contribuir com o volume *pro-rata* dos investimentos já realizados e da taxa de administração já paga, além de, às vezes, juros retroativos ao início do período de investimento. Também é comum que seja cobrada uma contribuição *pro-rata* dos custos de constituição do fundo. Nestas resoluções também é previsto se o novo investidor possui direitos sobre qualquer renda de juros que o fundo já tenha recebido e sobre qualquer distribuição de lucro, que já tenha sido realizada, advinda de investimentos anteriores. Em alguns casos, os novos investidores são simplesmente excluídos da distribuição de receitas originadas de eventos prévios a sua entrada. Ademais, é exigido, nos fundos da ICVM 209 de nossa amostra, que os novos quotistas que não tenham assinado o Instrumento Particular de Compromisso de Subscrição e Integralização de quotas (instrumento por meio do qual os quotistas iniciais do fundo se comprometem a subscrever e integralizar as quotas do fundo de acordo com as condições previstas no mesmo) assinem, além de um Boletim Individual de Subscrição de Quotas do fundo, um

Termo de Adesão, no caso de subscrição de quotas do fundo, ou um Termo de Cessão, no caso de aquisição de quotas transferidas por subscritores originais, visando vincular-se aos termos e condições do Instrumento Particular de Compromisso de Subscrição e Integralização de quotas.

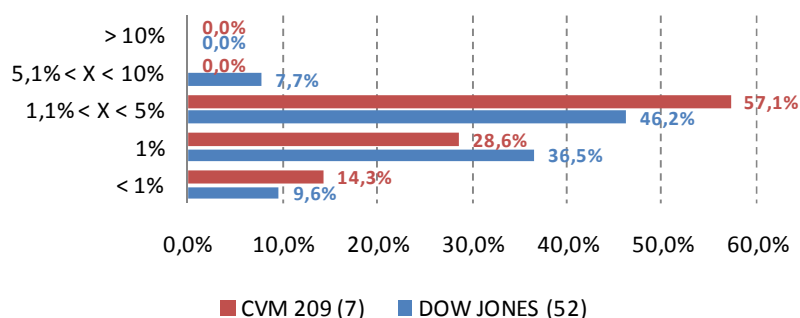
- **Investimento do Gestor no Fundo:**

Uma das principais preocupações dos investidores é com o alinhamento de interesse entre eles e o gestor. Uma das melhores maneiras de garantir tal alinhamento é exigir que o gestor invista seu próprio dinheiro no fundo. Desse modo, o gestor se coloca na posição de investidor, obtendo altos retornos, caso o fundo tenha sucesso, ou perdendo dinheiro, caso contrário.

Isto se torna uma preocupação crescente à medida que os fundos aumentam de tamanho, pois fundos maiores significam taxas de administração, e possíveis taxas de performance, maiores, o que pode desalinhar o gestor com a maximização de retorno do fundo. Em outras palavras, o gestor deve investir um volume significativo no fundo para demonstrar, aos investidores, que sua taxa de administração e performance são meramente complementares ao retorno que ele espera obter de seu investimento no fundo.

Internacionalmente, os gestores têm investido, em média, 2,1% do volume dos fundos. Em nossa amostra, esse percentual é de 2,55%. Podemos perceber, pelo gráfico abaixo, que há uma concentração, na prática internacional e nacional, na faixa entre 1,1% e 5% de investimento dos gestores em seus próprios fundos. Isto é um indicativo de uma necessidade de demonstração aos investidores da confiança dos gestores em seus próprios fundos, visando diminuir subjetivamente o risco aparente deste tipo de investimento.

Gráfico 6.2.2: Qual o investimento do gestor no fundo (percentualmente)?



Outra maneira que tem sido utilizada pelos gestores para investir nos fundos é através da taxa de administração. O gestor renuncia a taxa de administração que receberia (*management fee waiver*) para convertê-la em investimento no fundo (*non-cash contribution* do gestor ao fundo). Apesar disto ser visto pelos investidores como um aumento no alinhamento do gestor com o retorno do fundo, há duas críticas que têm sido feitas. A primeira é de que isso é benéfico para o gestor, pois o tipo de tributação incidente sobre este capital deixa de ser de renda e passa a ser de ganho de capital, que é menor (claramente esta crítica ignora o risco deste tipo de ativo). A segunda, que é mais coerente, é o questionamento sobre por que é paga uma taxa de administração (que deveria ser usada para pagar os custos operacionais do fundo) se o gestor está disposto a usá-la para investir no fundo.

26% dos gestores, ou membros da gestora, nos fundos da base internacional usam a taxa de administração para investir nos fundos. De acordo com nossa amostra, no Brasil não há essa prática.

- **Timing para Novo Fundo:**

A atuação cíclica das gestoras de fundos de VC é caracterizada pela formação de novos fundos a cada dois a quatro anos, em média. Isso permite que a todos os momentos a gestora se encontre, dado que esteja captando um terceiro fundo, simultaneamente nos três principais períodos da vida de um fundo: captação, investimento e desinvestimento. Assim, ela garante um fluxo contínuo de receitas provenientes de taxas de administração e performance, as quais auxiliam no custeio do processo de captação do novo fundo.

No entanto, os investidores temem que, com o aumento das taxas de administração recebidas, a atenção do gestor com os fundos mais antigos seja reduzida. Preferindo, os investidores, que os gestores se concentrem nos portfólios atuais, ao invés de se preocuparem em construir novos portfólios.

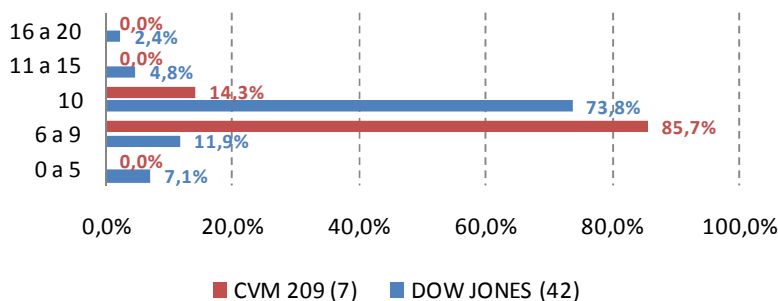
Dessa maneira, é comum que os investidores exijam que conste, no regulamento, cláusulas determinando que o gestor só possa montar novos fundos após certa data, ou após ter investido certo percentual do fundo (normalmente este percentual é entre 75% e 80%, podendo haver margem de manobra caso parte do capital ainda não investido esteja destinado a novos *rounds* de investimento em empresas do portfólio do fundo).

- **Duração e Prorrogação do Fundo:**

A natureza dos investimentos de *VC* faz com que eles sejam de longo prazo. Historicamente, a duração destes investimentos é de cinco a sete anos, em média, devido à incerteza inerente a novas tecnologias, e novos modelos de negócios, e a necessidade de maturidade suficiente dos investimentos para que possam prover o melhor retorno possível. Assim, a duração do fundo deve ser tal que permita ao gestor realizar os investimentos e desinvestimentos no melhor momento possível. Ao mesmo tempo, o fundo precisa ter um limite de duração para que os investidores possam saber, com alguma precisão, quando receberão de volta o capital investido acrescido dos lucros, caso haja algum.

O padrão de duração dos fundos, sem considerar prorrogação, é de 10 anos, sendo que, internacionalmente, 73,8% dos fundos apresentam esta duração, enquanto que, em nossa amostra, são apenas 14,3%. No gráfico abaixo fica demonstrada uma concentração, em nossa amostra, na faixa de 6 a 9 anos de duração.

Gráfico 6.2.3: Qual a duração do fundo sem prorrogação (em anos)?

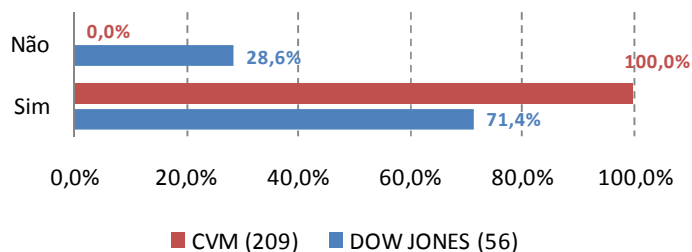


Apesar de ser do interesse dos investidores que os fundos tenham um prazo de duração limitado e pré-determinado, eles sabem que, às vezes, os gestores precisam de tempo adicional para terminar de maturar as empresas para o desinvestimento. Por isso, a cláusula de duração do fundo prevê a possibilidade de prorrogação do prazo de vida, sendo que esta deve ser aprovada em AGQ (*advisory board* ou votada diretamente pelos *limited partners*). Geralmente a prorrogação é aprovada podendo estar associada a concessões do gestor, como redução da taxa de administração sobre o capital ainda investido.

Como demonstrado no gráfico abaixo, 71,4% dos fundos internacionais possuem provisões legais que permitem a prorrogação. No Brasil, 100% dos fundos também possuem tais provisões, sendo que, em geral, essa prorrogação é de até 2 anos sobre o

prazo total da vida do fundo, podendo haver, em alguns casos, previsão adicional de prorrogação do período de investimento.

Gráfico 6.2.4: A duração do fundo é prorrogável?



- **Período de Investimento:**

Dado o fato de que os fundos possuem vida limitada, é necessário que se estabeleça um limite sobre o tempo que os gestores têm para realizar os investimentos. Isso ocorre porque o ciclo de negócios dos investimentos possui uma vida média de cinco a sete anos, assim, em um fundo com dez anos de duração, os investimentos precisam ser realizados até o quinto ano de vida do fundo. Do contrário, há a possibilidade do desinvestimento ter que ocorrer prematuramente. Embora normalmente haja previsão para prorrogação do prazo do fundo, o gestor precisa empenhar seus melhores esforços para cumprir o prazo normal do fundo.

Desse modo, o regulamento determina que o gestor só possa fazer novos investimentos durante o chamado período de investimento, mesmo que, até o fim de tal período, ele não tenha investido todo o capital do fundo. No entanto, é permitido ao gestor realizar novos *rounds* de investimento em empresas do portfólio após o período de investimento.

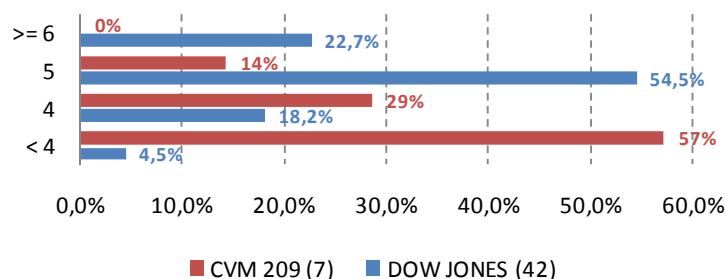
Existem dois outros motivos para a determinação de um prazo limite para a realização de investimentos. Um deles é relacionado ao interesse dos investidores em terminarem seu relacionamento com o gestor caso ele não esteja apresentando desempenho satisfatório. As duas possibilidades para terminar rapidamente o relacionamento seriam destituir o gestor, e alocar o portfólio do fundo sob a gestão de outra firma gestora, ou liquidar a carteira. A primeira apresenta um risco muito grande devido às peculiaridades na estruturação de cada portfólio, não sendo tarefa simples encontrar outro gestor disponível e com as mesmas capacidades do destituído. A segunda implica em retornos reduzidos, ou até perda de capital. Assim, a melhor

solução é limitar o uso do capital do fundo pelo gestor, como, por exemplo, impedindo-o de reinvestir qualquer retorno obtido e limitando o tempo que ele tem para realizar os investimentos.

O outro motivo é que a performance do fundo só pode ser calculada após o desinvestimento total da carteira. E, para tal, é preciso que haja um período de investimento limitado que induza a isso. Dessa maneira, é possível calcular a performance e determinar a participação no retorno do fundo para investidores e gestores.

Conforme apontado pelo gráfico abaixo, na prática internacional, 54,5% dos fundos possuem período de investimento com duração de até 5 anos. Em nossa amostra, 57% dos fundos apresentam um prazo de duração do período de investimento menor que 4 anos.

Gráfico 6.2.5: Qual a duração do período de investimento (em anos)?



- **Reinvestimento:**

Existem algumas circunstâncias onde os investidores permitirão que o gestor reinvesta retornos obtidos com investimentos prévios. Uma delas é em épocas de alta liquidez no mercado (o que significa que grandes volumes de capital estão sendo captados por novos fundos, ou fundos que reabriram para captação) e grande quantidade de oportunidades de investimento. Ao investir os retornos obtidos, os investidores conseguem aplicar mais recursos em VC, sem precisar passar pelo processo de constituição de um novo fundo, e o fazem em um fundo que já comprovou sua tese de investimento e sua capacidade em executá-la com sucesso.

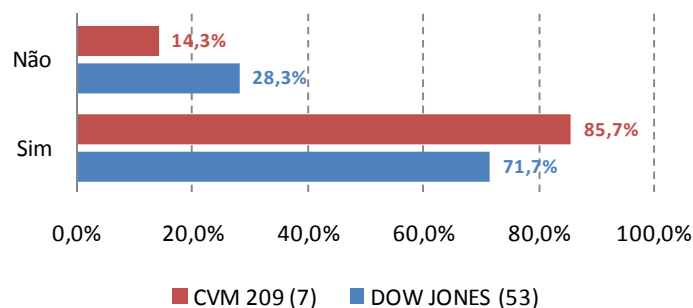
Outro motivo é o interesse dos investidores em ter todo o seu capital comprometido sendo investido. Ou seja, imagine um fundo de \$100 milhões, com prazo de duração de 10 anos, período de investimento de 5 anos e com taxa de administração

de 2% ao ano sobre o capital comprometido durante toda a vida do fundo . Ao final da vida do fundo, os investidores terão desembolsado \$20 milhões apenas para o pagamento da taxa de administração ao gestor (\$2 milhões por ano, durante 10 anos), o que faz com que só tenham sido investidos, no máximo, \$ 80 milhões. Agora, imagine que, no terceiro ano do fundo, o gestor consiga desinvestir de uma empresa, que foi investida no primeiro ano por \$20 milhões, obtendo \$50 milhões. Assim, é razoável que os investidores permitam o reinvestimento de parte desse retorno.

Normalmente, o limite para quanto pode ser reinvestido é atrelado ao custo base do investimento cujo retorno estará sendo reinvestido. Ou seja, no exemplo, o gestor distribuiria aos investidores \$30 milhões, podendo reinvestir os \$20 milhões restantes. É possível, também, que seja permitido o inverso. Sendo, então, distribuídos aos investidores \$20 milhões (que é o valor que foi investido) e reinvestidos os \$30 milhões restantes.

O gráfico abaixo aponta que, na prática internacional, 71,7% dos fundos possuem permissão para realizar reinvestimentos. Em nossa amostra, esse percentual é de 85,7%, em borá em todos os casos isso precise ser aprovado em votação pelo CI.

Gráfico 6.2.6: É permitido reinvestir?



- **Chamadas de Capital:**

Após a aprovação de um investimento pelo CI, o gestor do fundo dá prosseguimento numa análise mais aprofundada da empresa e, caso não haja nenhum impedimento (novas descobertas sobre a empresa ou fato negativo relevante externo), na efetiva estruturação do investimento. Assim, com tudo pronto para efetuar o investimento, o gestor convoca os investidores a aportarem, de forma *pro-rata*, o capital necessário para realizar o investimento. Em outras palavras, ele faz uma chamada de capital junto aos investidores do fundo.

Nos EUA, durante as décadas de 1970 e 1980, as chamadas de capital eram previstas no *partnership agreement* seguindo um calendário rígido que as previa de maneira fixa e recorrente, tanto em prazo quanto em volume de aporte. No entanto, isso mudou com o tempo e hoje em dia, inclusive no Brasil, é previsto nos regulamentos (*partnership agreements*) que as chamadas de capital devem ocorrer à medida que os gestores as requisitarem. Isso reduz a diluição do retorno do fundo, pois impede que os investidores aportem recursos que não serão destinados imediatamente à realização de investimentos. O único tipo de chamada de capital que acontece de maneira fixa e recorrente, prevista em regulamento (*partnership agreement*) é para o pagamento da taxa de administração.

- **Inadimplência do Investidor:**

Os investidores são obrigados pelo regulamento a aportar (integralizar) os recursos requeridos pelo gestor quando ocorre uma chamada de capital. Ao não fazê-lo, o investidor coloca em risco a capacidade do gestor em executar a estratégia de investimento do fundo.

Os regulamentos geralmente estipulam que medidas o gestor pode tomar em caso de inadimplência de algum investidor. Em casos onde a inadimplência é fruto de uma condição temporária e de pronta resolução, o gestor, normalmente, não penaliza o investidor, ou apenas cobra uma pequena (quando comparada com o tamanho do fundo) multa. Se a inadimplência não for de pronta resolução, mas de curto prazo, é comum que o gestor o cubra com um empréstimo, ficando a cargo do investidor inadimplente o pagamento do empréstimo acrescido de multa.

Nos casos dos fundos de nossa amostra, a prática é a cobrança da dívida acrescida de juros, mora e atualização pelo indexador de inflação do fundo aplicados da data da inadimplência até a data da quitação da dívida. Sendo que todos também prevêm que qualquer distribuição de retornos as quais o investidor inadimplente tenha direito seja utilizada para o pagamento da dívida. Normalmente o gestor não cobrirá a inadimplência com empréstimo, mas aguardará que o investidor realize a integralização, podendo haver a suspensão das atividades do fundo até que a situação seja resolvida.

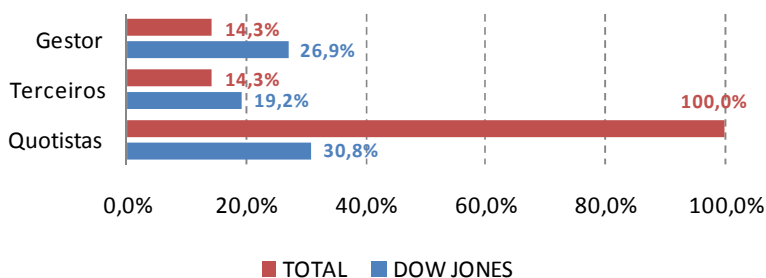
As medidas previstas para casos mais sérios, e de maior prazo, são, em geral, bem severas, visando coibir fortemente este tipo de atitude por parte dos investidores e dando maior estabilidade ao fundo. Os investidores possuem pouca margem para negociação sobre essas medidas, uma vez que não querem correr o risco de passar a imagem de que

poderiam se tornar inadimplentes no futuro. A medida mais comum é de vender as quotas não integralizadas do investidor inadimplente para outros investidores do fundo (normalmente os outros investidores têm preferência na aquisição da participação de investidores que desejam, ou são obrigados, a sair do fundo. Isso é conhecido como *right of first offer*), ou terceiros, sem compensação. Sendo que, neste caso, as quotas não adquiridas por outros são canceladas.

Uma medida menos severa seria a renúncia de todos os lucros produzidos pelo fundo. Na maioria dos casos, o investidor inadimplente perde todos os seus direitos de votos na AGQ (e CI se fizer parte. Na *advisory board*, no caso das *LPs*) e, em alguns casos, há a permissão ao gestor de iniciar processo judicial contra o investidor.

O gráfico abaixo aponta a quem podem ser oferecidas as quotas não integralizadas do investidor inadimplente. Percebe-se que a preferência dos outros quotistas sobre estas é predominante nos fundos de nossa amostra e que não é comum a prática de oferta destas a terceiros, ou até mesmo ao próprio gestor. É preciso ter em mente que no caso dos gestores, apesar de normalmente também serem investidores dos fundos, sua subscrição de quotas do fundo é geralmente limitada, visando impedir que ele tenha grande poder de decisão sobre matérias que competem à decisão dos investidores. Isto poderia ser uma explicação para a baixa taxa apresentada para esta situação no gráfico abaixo.

Gráfico 6.2.7: A quem podem ser oferecidas as quotas do investidor inadimplente?



- **Portfólio-Flutuante:**

Existe uma preocupação compreensível entre os investidores sobre em que tipos de ativos o gestor deveria ser permitido investir. Apesar de, sob certo ponto de vista, ser ideal que o gestor invista apenas dentro da tese de investimento do fundo, é razoável dar certa margem de decisão ao gestor, estabelecendo apenas limites sobre volume de

investimento e restrições sobre certos tipos de ativos, uma vez que, provavelmente, o gestor deve tomar boas decisões de investimento baseado em seus próprios interesses. Tais restrições são constantes em cláusulas de regulamentos, mas, geralmente, existe a possibilidade de sobrepô-las através de votação em AGQ ou CI (*advisory board* ou votação dos *limited partners*, no caso das *LPs*).

Uma das restrições mais comuns em fundos de *VC* é sobre quanto do capital do fundo pode ser mantido em investimentos que não constituem seu portfólio-alvo. O racional por trás disso é o fato de que a remuneração dos gestores de fundos de *VC* é muito superior (em termos percentuais, pelo menos) a remuneração de gestores de outros tipos de fundos. Exemplificando, a taxa de administração de fundos de ações varia, normalmente, entre 0,5% e 2% ao ano sobre o valor dos ativos, enquanto os gestores de *VC* recebem entre 1% e 4% ao ano, dependendo do tamanho do fundo, sobre o capital comprometido durante metade da vida do fundo (na outra metade a taxa geralmente incide sobre o capital investido) e mais 20% dos lucros que excederem o retorno mínimo.

Outro motivo para que haja esta restrição é a preocupação dos investidores de que os gestores, ao investirem em outros tipos de ativos, não estão realizando a função para a qual foram contratados e pela qual são bem remunerados. Teoricamente, os gestores de *VC* possuem a habilidade incomum de reconhecer e saber aproveitar o potencial de empresas que se encontram em estágio inicial. Essa restrição é uma maneira de garantir que os gestores atuem na área onde, teoricamente, possuem maior *expertise*.

- **Cherry-picking:**

Cherry-pick é escolher seletivamente apenas o que é interessante dentro de uma gama de possíveis escolhas. Um exemplo disto é a escolha, para investimento, de um ativo específico, de dentro de um portfólio, que apresentou bom desempenho no passado e no qual se acredita que tal tendência deve continuar. Esta expressão é comumente usada em cláusulas como, por exemplo, as que ditam os termos de co-investimento entre o fundo e seu gestor, na tentativa de impedir o gestor de *cherry-pick* a empresa na qual irá co-investir. *Cherry-picking* também é utilizada como um tipo de cláusula visando, por exemplo, no caso de uma firma gestora possuir dois fundos com sobreposição de foco em suas teses de investimento, que o fundo mais antigo possa selecionar primeiro as empresas em análise pela firma gestora que se encontrem em tal

sobreposição. Normalmente é previsto, além da preferência do fundo mais antigo, o co-investimento entre os fundos.

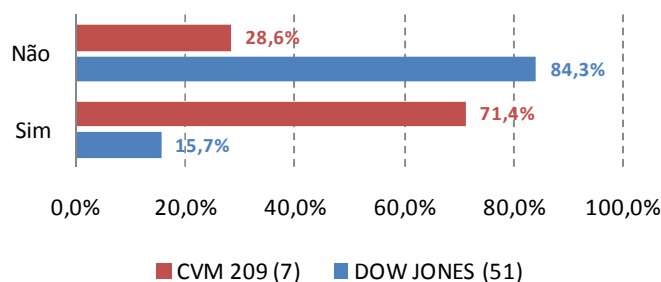
- **Co-investimento:**

O processo de investimento do fundo em uma empresa abre as portas para a possibilidade de co-investimento de algum dos investidores do fundo, de outro fundo da firma gestora, ou da própria firma gestora. Essas possibilidades de co-investimento são previstas no regulamento do fundo, ou ficam sujeitas a aprovação em AGQ ou CI (*Advisory Board*, no caso das *LPs*).

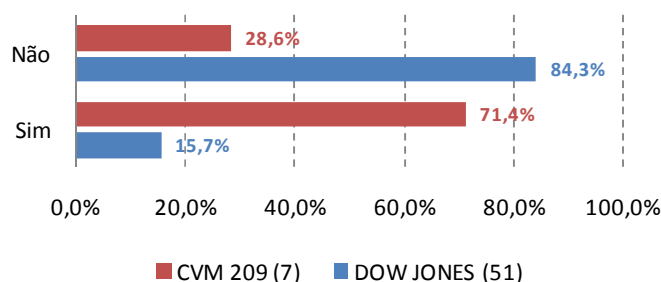
A principal vantagem para a firma gestora, no caso de co-investimento entre ela e um fundo sob sua gestão, é a possibilidade de obter ganhos maiores do que obteria investindo somente através do fundo. Para os investidores, tal operação sinaliza a confiança da firma gestora na empresa, possivelmente reduzindo a percepção de risco em tal investimento. No entanto, há algumas preocupações relevantes que afligem os investidores nestas operações. Uma delas é que a firma gestora irá *cherry-pick* os investimentos, selecionando apenas os melhores para co-investir e deixando os de maior risco para o fundo realizar sozinho. Outra preocupação é que, ao co-investir, o gestor passe a dedicar tempo demais às empresas nas quais co-investiu, não dedicando tempo suficiente às outras empresas do portfólio e, possivelmente, atrasando a liquidação da carteira do fundo caso alguma empresa co-investida esteja com problemas. Há, também, uma preocupação em relação ao momento do co-investimento. Existe a possibilidade que a firma gestora invista previamente em uma empresa com determinado *valuation* e, em seguida, coloque o fundo para investir nesta mesma empresa, mas agora com um *valuation* mais alto.

Assim, é comum que as cláusulas de co-investimento da firma gestora determinem que esta não só é obrigada a co-investir em todas as operações que o fundo realizar, mas como o deve fazer através de investimento nos mesmos tipos de ativos que o fundo (debêntures, *warrants* e etc), ao mesmo preço e ao mesmo momento. Outra maneira é pré-determinando um valor a ser investido, ou percentual de participação a ser adquirida, em todas as empresas investidas pelo fundo.

Conforme o gráfico abaixo, a possibilidade de co-investimento do gestor é permitida em apenas 15,7 % dos fundos analisados pelo trabalho da *Dow Jones*, enquanto tal possibilidade é prevista em 71,4% dos fundos em nossa amostra.

Gráfico 6.2.8: O gestor pode co-investir?

O gráfico abaixo demonstra que a possibilidade de *cherry-pick* os investimentos nos quais deseja co-investir aparece em 45,5% dos fundos que responderam ao questionamento da *Dow Jones* sobre o assunto. Já no caso dos fundos de nossa amostra, 100% deles apontam em seus regulamentos que o co-investimento do gestor só é possível caso, quando da realização de um investimento pelo fundo, alguma parcela do investimento requerido pela empresa não seja atendida, possibilitando, assim, o co-investimento dos investidores e, eventualmente, do gestor.

Gráfico 6.2.8: O gestor pode co-investir?

Antes de falarmos sobre a possibilidade de co-investimento do investidor (*limited partner*), é relevante apresentar outro tipo de cláusula utilizada na prática internacional, mas não no Brasil por impedimento das ICVM-209 e ICVM-391. Nas *LPs*, é possível que o gestor negocie, fora do *partnership agreement*, alguns termos e condições com *limited partners* do fundo. Alguns destes termos e condições podem incluir desde a cobrança de uma taxa de administração reduzida, até direitos especiais em caso de co-investimento do *limited partner* com o fundo. A cláusula a qual nos referimos é a de *most favored nation*, que determina que o gestor deve informar a todos os *limited partners* os termos e condições que foram negociados por fora com *limited partners* do fundo. No Brasil, as ICVM-209 e ICVM-391 impedem que haja diferenciação nos

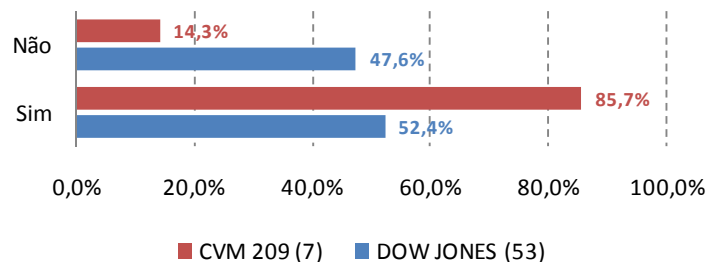
direitos econômicos entre os investidores do fundo e, portanto, não seria possível incluir tal cláusula no regulamento do fundo.

O interesse dos investidores (*limited partner*) em co-investir com o fundo é baseado em dois motivos principais. O primeiro é que alguns investidores possuem metas agressivas de alocação de recursos em *VC*, não sendo possível executá-las somente investindo através de fundos. Então, na medida em que estes investidores possuem equipes com capacidade para avaliar oportunidades de investimento em *VC*, eles se sentem mais confortáveis em fazê-lo. O segundo é a possibilidade de redução do custo de investimento em *VC*, uma vez que conseguem negociar que não sejam cobradas, ou que sejam reduzidas, as taxa de administração e/ou performance nas operações de co-investimento. O interesse principal do gestor, em permitir que algum investidor co-invista, é tentar impedir que outras firmas de *VC* invistam nas mesmas empresas do portfólio de seu fundo.

Normalmente, as cláusulas de co-investimento dos investidores estipulam restrições sobre em quais operações os investidores podem co-investir (*e.g.*, determinando que só possa haver co-investimento em operações acima de determinado valor) e sob quais termos ocorrerá o co-investimento.

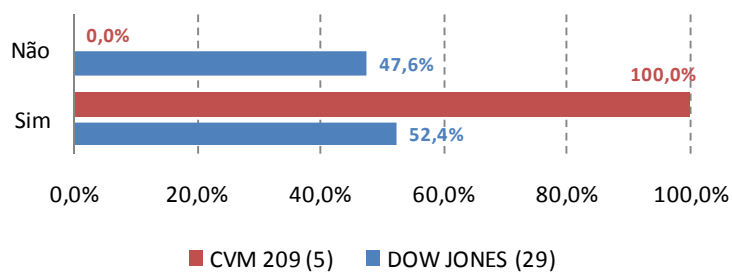
O gráfico que segue aponta qual o percentual dos fundos analisados, tanto quanto a prática internacional, como os fundos de nossa amostra, prevêm a possibilidade de co-investimento dos investidores.

Gráfico 6.2.10: Os investidores podem co-investir?



Já o gráfico seguinte aponta, dentre as respectivas amostras para este questionamento, qual percentual dos fundos apresentam restrições sobre o tamanho do co-investimento.

Gráfico 6.2.11: Se sim, existe restrição sobre o tamanho do co-investimento?



Quanto aos fundos da CVM 209, a restrição de 100% é determinada pelo fato de que o co-investimento dos investidores segue a mesma regra de permissão que rege o co-investimento dos gestores. Sendo que, nestes casos, a preferência de co-investimento é sempre dos investidores, a ser dividida de forma *pro-rata* conforme suas respectivas participações no fundo, podendo o gestor co-investir caso a oportunidade não seja aproveitada pelos investidores.

Por último, apresentamos a possibilidade de co-investimento entre diferentes fundos de uma mesma firma gestora. É comum que firmas gestoras façam a gestão de fundos que começaram a operar em anos diferentes (que possuem *vintage*³⁵ diferentes). Normalmente, as operações de co-investimento entre fundos de uma mesma gestora acontecem com um fundo mais recente investindo numa empresa de um fundo mais antigo. Isto pode representar um risco para os investidores de duas maneiras. A operação pode ocorrer porque a firma gestora está tentando salvar o investimento realizado pelo fundo mais antigo, assim aportando capital do fundo mais novo na empresa problemática. Ou seja, a firma gestora se beneficia da assimetria de informação existente sobre a condição da empresa, expondo o fundo mais recente a um investimento com risco acima do que seria aceitável. Outra motivação da gestora pode ser em aumentar o valor do portfólio do fundo mais antigo, causando temporariamente uma melhora no desempenho deste. A apresentação de um bom desempenho, neste fundo mais antigo, facilita o processo de captação para um novo fundo. Em geral, estas operações de co-investimento não são proibidas pelo regulamento (*partnership agreement*) do fundo, mas, para permiti-las, as cláusulas apresentam exigências como

³⁵ *Vintage* é a expressão utilizada para se referir ao ano em que o fundo começou a operar. Alguns estudos apontam que seria possível deduzir, aproximadamente, o provável retorno de um fundo de acordo com seu *vintage*, pois seria possível determinar em que ponto do ciclo de negócios da economia o fundo começou a operar (o que serviria de indicativo para estimar se o fundo comprou empresas quando elas estavam “baratas” e as vendeu quando estavam “caras”. Ou seja, se investiu em momento de baixa e desinvestiu em momento de alta.).

revisão do *valuation* da empresa pelo CI (*advisory board*), ou, até mesmo, que o fundo mais antigo também invista na empresa, e que o faça ao mesmo tempo e ao mesmo preço.

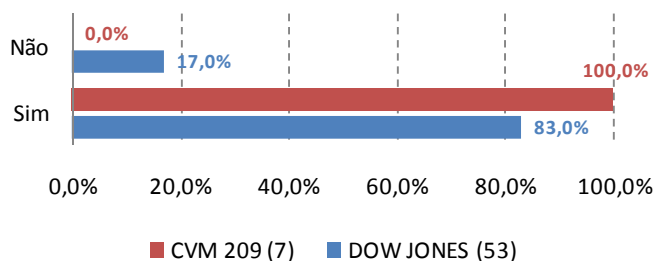
6.3. Cláusulas sobre Governança de um fundo

- **Divórcio Motivado:**

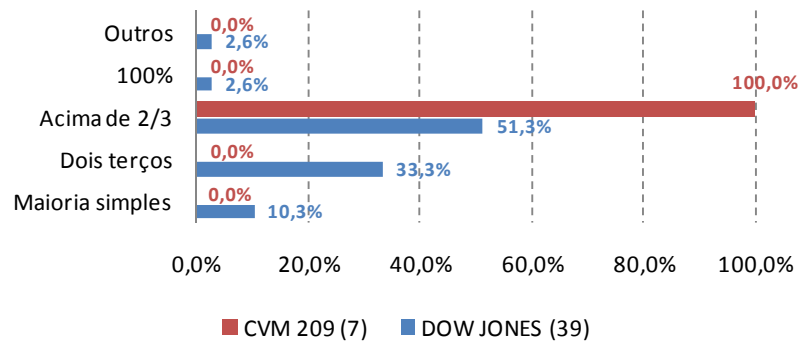
As cláusulas de divórcio são instrumentos que prevêm a retirada, ou substituição, do gestor, ou até mesmo a dissolução do fundo. Apesar de serem raramente utilizadas, por causa dos efeitos que a destituição de um gestor, ou dissolução do fundo, pode ter sobre os investimentos do fundo, elas servem para aumentar o poder de barganha dos investidores em conflitos com os gestores. No caso do divórcio motivado (co justa causa), são estipuladas as condições sob as quais o gestor pode ser destituído de sua função, como, por exemplo, no caso dele não cumprir com seu dever fiduciário. Tais condições ficam a critério dos investidores e gestor no momento da negociação do regulamento, podendo variar largamente. No entanto, é comum que a destituição motivada tenha que ser aprovada em votação, de maioria simples ou absoluta, pelos investidores.

Como demonstrado no gráfico abaixo, na prática internacional, 83% dos fundos prevêm a possibilidade de haver divórcio motivado, enquanto, nos fundos de nossa amostra, esta possibilidade é prevista em 100% dos casos.

Gráfico 6.3.1: Pode haver divórcio motivado?



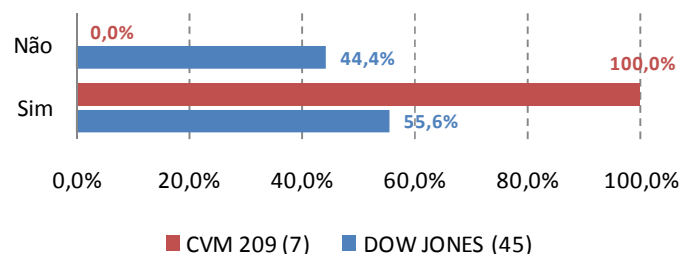
Em geral, tanto na prática internacional, quanto nos fundos de nossa amostra, a regra de votação predominante para determinação pelos investidores de divórcio motivado tem estipulado que a aprovação seja maior do que acima de dois terços dos votos, em quórum composto pela totalidade dos votos possíveis. O gráfico abaixo demonstra isto.

Gráfico 6.3.2: Se sim, qual a regra de votação?

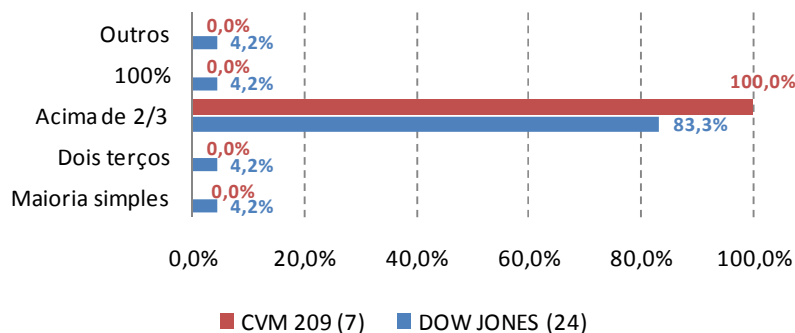
- **Divórcio Desmotivado:**

As cláusulas de divórcio desmotivado (sem justa causa) estipulam que os investidores não precisam de motivos para determinar a destituição do gestor, ou dissolução do fundo. Esse tipo de cláusula é menos utilizada do que a de divórcio motivado, pois os gestores em geral são radicalmente contra se colocarem em uma posição onde podem ser destituídos sem motivação. Assim, mesmo nos casos onde existe tal cláusula, a destituição do gestor precisa ser aprovada em voto pelos investidores, e o gestor normalmente consegue que a regra de votação para tal exija uma margem mais alta do que a determinada na cláusula de divórcio motivado.

O gráfico abaixo aponta a existência de dita cláusula tanto na prática internacional, quanto na dos fundos de nossa amostra. Percebemos que, na prática internacional, a possibilidade de divórcio desmotivado é utilizada com considerável menor frequência do que as cláusulas de divórcio motivado.

Gráfico 6.3.3: Pode haver divórcio desmotivado?

Da mesma forma, conforme gráfico que segue, percebemos a maior exigência em relação a quantidade de votos necessários para fazer valer esta cláusula, tanto na prática internacional, quanto nos fundos de nossa amostra.

Gráfico 6.3.4: Se sim, qual a regra de votação?

- **Suspensão desmotivada:**

Similar as cláusulas de divórcio desmotivado, as cláusulas de suspensão desmotivada estipulam que não é necessária motivação para suspender temporariamente os poderes do gestor, como, por exemplo, de realizar chamadas de capital. Essa cláusula possibilita que qualquer problema que tenha surgido possa ser consertado antes do fundo continuar com suas operações normais. Esta cláusula também determina que, para entrar em vigor a suspensão, seja realizada uma votação pelos investidores.

De acordo com a prática internacional, 42,6% dos fundos possuem tal cláusula, tendo como regra de votação predominante a exigência de aprovação maior do que acima de dois terços dos votos, enquanto que, dentre os fundos de nossa amostra, esse percentual é de apenas 14,3%, exigindo dois terços dos votos para aprovação.

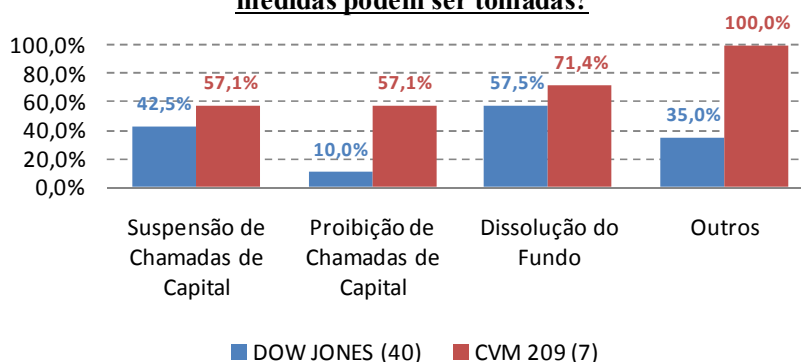
- **Cláusula de Key-Person:**

Um dos principais ativos de um fundo é a sua equipe. Em muitos casos, os investidores tomam a decisão de investir em um fundo por causa de uma ou mais pessoas que farão parte da equipe gestora. Isso acontece porque os gestores mais experientes, com notória capacidade de entregar bons resultados, são raros. Além disso, algumas teses de investimento só podem ser consideradas viáveis se executadas por determinadas pessoas que possuem grande experiência no foco e tipo de operações que serão realizadas pelo fundo. Assim, são criadas cláusulas que vinculam a gestão do fundo a certos membros da equipe gestora, podendo ocorrer a destituição da firma gestora caso essas, ou essa, pessoas-chave deixem de trabalhar na gestão do fundo. A destituição é, normalmente, uma medida possível, porém muito drástica. Os investidores tendem a preferir que as atividades do fundo sejam suspensas até que a situação seja

resolvida (e.g., contratando indivíduos de experiência e qualificação equivalente a dos que saíram). Como medida para garantir a eficácia da cláusula, nela é determinada a obrigação da firma gestora em avisar aos investidores sobre todas as alterações relevantes na equipe-chave. Como as outras cláusulas de governança, a decisão de suspensão das atividades, ou destituição do gestor, por saída de membros da equipe-chave, deve ser votada pelos investidores, embora seja cada vez mais comum o uso de um gatilho automático para ativar as consequências previstas, a não ser que os investidores votem para que este gatilho não seja acionado.

100% dos fundos de nossa amostra possuem dita cláusula, enquanto que, na prática internacional, este percentual é de 78,8%. As medidas mais comuns a serem tomadas quando do acionamento deste tipo de cláusula estão apresentadas no gráfico abaixo. A opção “Outros”, no caso dos fundos de nossa amostra, configura a possibilidade de destituição e substituição do gestor.

Gráfico 6.3.5: Caso haja alteração no Pessoal-Chave, que medidas podem ser tomadas?



- **Indenizações:**

Provisões para indenizações são feitas para proteger o gestor nos casos em que ele venha sofrer processo judicial relacionado a algum dos investimentos do fundo, ou a alguma atividade do fundo. Em geral são estabelecidos parâmetros determinando em quais situações o gestor perde o direito de ser indenizado pelo fundo. Os mais comuns são negligência³⁶, negligência grave, má-fé, dolo, culpa, quebra contratual de alguma cláusula do regulamento, atos criminais e descumprimento do dever fiduciário. Essas cláusulas também determinam quem deve arcar com os custos incorridos nos processos

³⁶ O conceito de negligência diz respeito a situações onde o gestor não age de acordo com o que é esperado dele, dentro do possível. Por exemplo, situações onde o fundo é prejudicado por incompetência do gestor em realizar algo ordinário, como perder o prazo de divulgação de informações relevantes do fundo ao órgão regulador.

legais. Na maior parte dos casos, o fundo arca com os custos até que fique determinado se o gestor é indenizável, a não ser que o processo seja dos investidores contra o gestor.

Na prática internacional, 80,4% dos fundos prevêm que os próprios fundos sejam onerados por custos de processos legais, enquanto que 19,6% prevêm que tal ônus recaia sobre o gestor. Os fundos de nossa amostra apontam que os custos recaiam, em 100% das vezes, sobre o próprio fundo. Vale ressaltar que tais custos são pagos pelo fundo até que seja comprovado que o processo legal advém de atuação do gestor em descumprimento dos parâmetros apontados previamente.

- **Cláusulas de *Clawback*:**

As cláusulas de *clawback* servem para que o acordo econômico originalmente estabelecido seja cumprido. Em outras palavras, dada a proporcionalidade acordada previamente sobre a distribuição de lucros entre os investidores e o gestor, as cláusulas de *clawback* garantem que, por exemplo, caso os investidores tenham recebido menos do que o acordado, o gestor deve retornar parte dos lucros que recebeu a título de taxa de performance até que a proporcionalidade de distribuição seja alcançada (esta é a cláusula de *general partner clawback*). No caso da *limited partner clawback*, além de garantir a proporcionalidade da distribuição dos lucros, fica estabelecido o compromisso dos investidores em retornarem parte dos lucros já distribuídos para arcar com os custos determinados judicialmente, incorridos pelo gestor, advindos de processos judiciais decorrentes das atividades do fundo ou das empresas investidas. É comum que seja estabelecido um limite sobre quanto dos lucros distribuídos os investidores devolverão (*e.g.*, os investidores se comprometem a devolver apenas o que foi distribuído durante os dois anos anteriores), mas pode ser determinado que o limite seja todos os lucros já distribuídos pelo fundo.

7. Conclusão

Os quatro primeiros capítulos deste trabalho serviram para que pudessem ser introduzidos alguns termos e conceitos desta atividade, possibilitando uma apresentação de características mais particulares na relação entre os gestores e os investidores de fundos de *VC*. Em fazer isso, aproveitamos a oportunidade para comparar a realidade de algumas destas características entre a prática internacional e uma amostra de fundos nacionais sob a instrução CVM 209. Estas comparações foram realizadas nos capítulos 5 e 6 deste trabalho e, embora algumas conclusões tenham sido descritas no decorrer do raciocínio desenvolvido nas mesmas, guardamos tais conclusões para esta parte final, pois, deste modo, é possível fazer a análise tendo uma visão do todo.

Recorrentemente foi possível perceber que, embora alguns fatores nesta atividade tenham como base algum *benchmark* de mercado, a predominância se encontra na determinação das características dos fundos pelas forças de oferta e demanda da indústria. E, por esta ser uma atividade com perfil de risco muito elevado dada sua natureza, há uma grande quantidade de instrumentos práticos que visam mitigar os riscos oriundos da assimetria de informações.

Pelas informações apresentadas, foi possível perceber certo alinhamento dos fundos da amostra nacional com a prática internacional. Usando como parâmetros as questões de prazo de duração dos fundos, possibilidade de prorrogação deste prazo e duração do período de investimento, é possível perceber que, de um modo geral, a questão temporal da estrutura dos fundos é semelhante, havendo apenas diferença quanto ao prazo de duração dos fundos e de duração do período de investimento. O fato dos fundos da amostra nacional apresentarem, de forma predominante, tais prazos de duração menores do que os da prática internacional nos leva a questionar se isto ocorre por um possível ciclo de negócios mais curto da economia brasileira, embora as diferenças façam com que a duração dos períodos de desinvestimento sejam semelhantes, ou, possivelmente, pela necessidade de executar os investimentos num prazo mais curto para que se possa produzir retornos mais rápidos, o que poderia nos levar a crer que a economia nacional proporciona maior facilidade para a originação de investimentos.

Quanto às questões de política de investimento, no que concerne a possibilidade de reinvestimento, alocação de recursos na formação de um portfólio flutuante e

possibilidades de co-investimento, também foi constatada certa semelhança, mas com exceções significativas. Tais exceções são referentes às possibilidades de co-investimento. A amostra nacional apresentou uma maior possibilidade de co-investimento tanto pelos gestores, como pelos investidores. Levando em consideração que as restrições em relação ao tamanho permitido do co-investimento são relacionadas à combinação da necessidade de capital das empresas-alvo com a incapacidade dos fundos em proverem todos os recursos necessários, poderíamos inferir que o tamanho dos fundos nacionais está abaixo do que seria suportado pela demanda por investimentos de *VC*. Outra questão é o fato de que, dentre os fundos da amostra nacional, os investidores são contemplados com a possibilidade de co-investimento num percentual maior do que os gestores, podendo, isto, demonstrar um desequilíbrio existente entre os poderes de barganha das partes.

As questões sobre o alinhamento do gestor com o retorno do fundo apresentaram, em parte, uma grande semelhança. Os mecanismos utilizados para aumentar o alinhamento do gestor são praticamente os mesmos, no entanto, apesar de se encontrarem na mesma faixa de investimento em seus próprios fundos, a diferença de 0,45% entre as médias dos gestores nacionais e internacionais pode ser um indicativo de certa desconfiança dos investidores sobre o alinhamento dos gestores nacionais, fazendo com que eles tenham que investir mais em seus próprios fundos. Uma questão que apresentou semelhança entre as amostras foi o tratamento dado aos custos incorridos pelos fundos em sua estruturação e operação. Já a questão do percentual da taxa de administração mostrou indícios da ação das forças de oferta e demanda da indústria. Enquanto os fundos da amostra internacional apresentaram uma taxa de administração de 2,5% ao ano, os fundos da amostra nacional apresentaram um valor de 2,0%. Somando a isto a questão da variação do percentual de dita taxa, é possível inferir a realização de negociação entre as partes, onde os gestores nacionais, restritos a um mercado muito menor do que os investidores internacionais em relação à quantidade de recursos disponíveis para captação, demonstram aceitar um percentual de taxa de administração menor, negociando, em troca, a atualização por indexador de inflação da base de cálculo da mesma. Também podemos perceber, pela diferença na motivação para que haja variação na taxa de administração, que a indústria no âmbito internacional já incorporou o conceito cíclico da atividade, onde as taxas de administração variam de acordo com a existência de outro fundo sob a gestão de uma mesma firma gestora, enquanto que a prática nacional, provavelmente por ser comparativamente muito

recente, ainda não aparenta ter assimilado tal característica. No entanto, um ponto positivo é a semelhança na base de cálculo utilizada para a determinação da taxa de administração.

O percentual da taxa de performance utilizado nos fundos da amostra nacional apresentou um acompanhamento com o *benchmark* da indústria de 20%. No entanto, a forma como a taxa de performance é calculada, a base sobre a qual incide e o momento em que o gestor pode começar a receber sua taxa de performance demonstram certa incredulidade dos investidores na capacidade dos gestores em obter os retornos esperados, especialmente se levada em consideração a existência de *hurdle* em 100% dos fundos da amostra nacional.

A discrepância principal entre as práticas internacionais e as dos fundos da amostra nacional foi em relação às questões de governança dos fundos. O excesso de controle exercido pelos investidores fica claro ao percebermos o percentual dos fundos que possibilitam, por exemplo, a destituição desmotivada do gestor, podendo este se defender apenas através da exigência de aprovação disto por elevado número de votos em quorum pleno, e a manutenção do poder de decisão em assembléia sobre quase qualquer assunto relativo ao fundo. Corroborando isto, a participação dos investidores nos comitês de investimento demonstra a necessidade que os investidores acreditam ter em, além de supervisionar, interferir nas decisões e estruturação dos investimentos. Isto é fruto da escassez de oferta de capital para investimento nestes fundos, implicando no pouco poder de barganha dos gestores. Assim, fica claro o estágio nascente da indústria nacional, pois é incoerente a participação dos investidores nos comitês de investimento, além de estarem se expondo a ter responsabilidade ilimitada sobre os investimentos dos fundos.

Em suma, as informações levantadas e as comparações feitas serviram para apontar que os instrumentos utilizados, pelos fundos da amostra nacional, para o tratamento de potenciais riscos da atividade de investimento nestes fundos são, em geral, semelhantes aos da prática internacional, estando fortemente sujeitos as forças de oferta e demanda da indústria. No entanto, há diferenças cruciais quanto ao poder de barganha dos atores, fazendo com que os gestores se sujeitem a práticas, em relação ao exercício de supervisão e interferência dos investidores sobre as atividades dos fundos, que possivelmente levarão ao alcance de retornos sub-ótimos pelos fundos.

8. Bibliografia

ABVCAP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, “*Overview*”, 2007.

BLACK, B. S. e **GILSON**, R. J.; “*Venture Capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*”. *Journal of Financial Economics* 47, 243-77, 1998.

BOOCOCK, Graham; **WOODS**, Margaret. “*The evaluation criteria used by venture capitalists: evidence from a UK fund*”. *International Small Business Journal*, 16:36-57, 1997.

CRIATEC, Regulamento do Fundo; ICVM-209, constituído em 23/10/2007.

CVM, Instrução Normativa 209; Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.

CVM, Instrução Normativa 391; Fundos de Investimento em Participações.

DOW JONES, “*Private Equity Partnership Terms & Conditions*”. Edição de 2007.

FIPAC, Regulamento do Fundo; ICVM-209, constituído em 30/05/2007.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – SÃO PAULO, “*PANORAMA DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VC – RELATÓRIO DE PESQUISA 2008*”, 2008.

GLEDSON, A.; **RIBEIRO**, Leonardo de L. e **FURTADO**, Cláudio V.; “*Private Equity and Venture Capital in Brazil – 1st Census*”. Fundação Getúlio V, FGV-SP, 2006.

GOMPERS, Paul; **LERNER**, Josh. “*The Venture Capital cycle*”. 2 ed. Cambridge: MIT Press, 2004.

GOMPERS, Paul; **LERNER**, Josh. “*The VC revolution*”. *Journal of Economic Perspectives* [número 2] 15: 145-68, 2001.

Harvard Business School, “A Method for Valuing High-Risk, long-Term Investments : The VC Method”, material didático, 1989.

MACMILLAN, I. C.; **SIEGEL**, R. e **SUBBA NARASIMHA**, P. N.; “*Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals*”. *Journal of Business Venturing*, 1, pp 119-128, 1985.

METRICK, Andrew; **YASUDA**, Ayako. “*The economics of private equity*”. Universidade da Pensilvânia, The Wharton School, Departamento de Finanças, 2007.

POTERBA, J. M.. “*Venture capital and capital gains taxation*”. *Tax Policy and the Economy*, editado por L. Summers, Cambridge, MIT Press, 1989.

REID, Gavin C.; **TERRY**, Nicholas G. e **SMITH**, Julia A.. “*Risk Management in Venture Capital Investor-Investee Relations*”, School of Economics and Finance, University of St. Andrews, 1995.

SHARP, Gary. “*The Fundamentals of Private equity and Venture Capital*”, PEI Books, Private Equity International, Coleção didática, 2007.

SIRRI, E. R. e **TUFANO**, P.; “*Competition in the mutual fund industry*”. *Journal of Finance* 53:1589-1622, 1998.

TAVARES, C. A. Pedro; “*Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre empresas com participação de Fundos de Private Equity*”. Faculdade de economia e Administração, IBMEC, São Paulo, 2008.